



**Una década de blindaje
en España. 1996-2005**
Domingo Javier Santana Martín
Inmaculada Aguiar Díaz



Una década de blindaje en España. 1996-2005

DOMINGO JAVIER SANTANA MARTÍN
INMACULADA AGUIAR DÍAZ

Inmaculada Aguiar Díaz es profesora titular de la Universidad de las Palmas de Gran Canaria.

Domingo Javier Santana es profesor contratado doctor de la Universidad de las Palmas de Gran Canaria.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios que contribuyen al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difunde la mayoría de sus publicaciones a través de la red INTERNET en la dirección www.cnmv.es

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISBN: 978-84-87870-66-8

Depósito legal: M-34335-2007

Imprime: Artegraf, S.A.

Índice

1. Introducción	9
2. La adopción de medidas defensivas	13
3. Aspectos metodológicos	17
3.1. Muestra	17
3.2. Fuentes de información	20
3.3. Elaboración de un índice de blindaje	21
4. El blindaje en las sociedades cotizadas españolas. Análisis global. 1996-2005	23
4.1. Análisis de las empresas blindadas	23
4.2. Análisis del índice de blindaje	24
4.3. Análisis de las disposiciones defensivas	26
5. El blindaje corporativo. Análisis por tamaño. 1996-2005	29
5.1. Análisis de las empresas blindadas por tamaño	29
5.2. Análisis del índice de blindaje por tamaño	31
5.3. Análisis de las disposiciones defensivas por tamaño	32
6. El blindaje corporativo. Análisis sectorial. 1996-2005	39
6.1. Análisis sectorial de las empresas blindadas	39
6.2. Análisis del índice de blindaje por sectores	41
6.3. Análisis sectorial de las disposiciones defensivas	42
Petróleo y Energía	42
Materiales básicos, Industria y Construcción	44
Bienes de consumo	46
Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones	48
Inmobiliarias	49
7. Blindaje y concentración de propiedad. 1996-2005	53
7.1. Empresas blindadas y concentración de propiedad	53
7.2. Nivel de blindaje y concentración de propiedad	54
7.3. Disposiciones defensivas y concentración de propiedad	56
8. Conclusiones	61
Referencias	67
Anexo	69

Índice de tablas, cuadros y gráficos

Tabla 1.	Número de empresas.1996-2005	17
Tabla 2.	Distribución de las empresas por tamaño. 1996-2005	18
Tabla 3.	Distribución sectorial de las empresas. 1996-2005	18
Tabla 4.	Distribución de las empresas en función del nivel de concentración de propiedad. 1996-2005	20
Cuadro 1.	Disposiciones estatutarias defensivas utilizadas por las empresas cotizadas españolas. 1996-2005	21
Gráfico 1.	Porcentaje de empresas blindadas. 1996-2005	23
Gráfico 2.	Valores medios del índice de blindaje. 1996-2005	24
Gráfico 3.	Distribución del índice de blindaje. 1996-2005. Todas	25
Gráfico 4.	Distribución del índice de blindaje. 1996-2005. Comunes	26
Gráfico 5.	Distribución de las disposiciones defensivas. 996-2005. Todas	26
Gráfico 6.	Distribución de las disposiciones defensivas.1996-2005.Comunes	27
Gráfico 7.	Porcentaje de empresas blindadas por tamaño.1996-005.Todas	29
Gráfico 8.	Porcentaje de empresas blindadas por tamaño. 1996-2005. Comunes	30
Gráfico 9.	Índice de blindaje por tamaño. Valores medios. 1996-2005. Todas	31
Gráfico 10.	Índice de blindaje por tamaño. Valores medios. 1996-2005. Comunes	32
Gráfico 11.	Distribución disposiciones defensivas empresas pequeñas. Todas	33
Gráfico 12.	Distribución disposiciones defensivas empresas medianas. Todas	33
Gráfico 13.	Distribución disposiciones defensivas empresas grandes. Todas	34
Gráfico 14.	Distribución disposiciones defensivas empresas pequeñas. Comunes	35
Gráfico 15.	Distribución disposiciones defensivas empresas medianas. Comunes	36
Gráfico 16.	Distribución disposiciones defensivas empresas grandes. Comunes	37
Gráfico 17.	Distribución sectorial de las empresas blindadas. 1996-2005. Todas	39
Gráfico 18.	Distribución sectorial de las empresas blindadas. 1996-2005. Comunes	40
Gráfico 19.	Índice de blindaje por sectores.1996-2005. Todas	41
Gráfico 20.	Índice de blindaje por sectores.1996-2005. Comunes	42
Gráfico 21.	Distribución disposiciones defensivas. Petróleo y Energía. Todas	43
Gráfico 22.	Distribución disposiciones defensivas. Petróleo y Energía. Comunes	43
Gráfico 23.	Distribución disposiciones defensivas. Materiales básicos, Industria y Construcción. Todas	44

Gráfico 24.	Distribución disposiciones defensivas. Materiales básicos, Industria y Construcción. Comunes	45
Gráfico 25.	Distribución disposiciones defensivas. Bienes de consumo. Todas	46
Gráfico 26.	Distribución disposiciones defensivas. Bienes de consumo. Comunes	47
Gráfico 27.	Distribución disposiciones defensivas. Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones. Todas	48
Gráfico 28.	Distribución disposiciones defensivas. Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones. Comunes	49
Gráfico 29.	Distribución disposiciones defensivas. Inmobiliarias. Todas	49
Gráfico 30.	Distribución disposiciones defensivas. Inmobiliarias. Comunes	50
Gráfico 31.	Porcentaje de empresas blindadas por concentración de propiedad. 1996-2005. Todas	53
Gráfico 32.	Porcentaje de empresas blindadas por concentración de propiedad. 1996-2005. Comunes	54
Gráfico 33.	Índice de blindaje por concentración de propiedad. 1996-2005. Valores medios sobre empresas blindadas. Todas	55
Gráfico 34.	Índice de blindaje por concentración de propiedad. 1996-2005. Valores medios sobre empresas blindadas. Comunes	56
Gráfico 35.	Distribución de las disposiciones defensivas. Empresas de concentración baja. 1996-2005. Todas	56
Gráfico 36.	Distribución de las disposiciones defensivas. Empresas de concentración media. 1996-2005. Todas	57
Gráfico 37.	Distribución de las disposiciones defensivas. Empresas de concentración alta. 1996-2005. Todas	58
Gráfico 38.	Distribución de las disposiciones defensivas. Empresas de concentración baja. 1996-2005. Comunes	58
Gráfico 39.	Distribución de las disposiciones defensivas. Empresas de concentración media. 1996-2005. Comunes	59
Gráfico 40.	Distribución de las disposiciones defensivas. Empresas de concentración alta. 1996-2005. Comunes	60

Cuadros y tablas Anexo

Cuadro A1.	Listado de empresas y adscripción sectorial	71
Tabla A1.	Empresas blindadas. 1996-2005 (%)	71
Tabla A2.	Estadísticos descriptivos del Índice de blindaje de las empresas cotizadas españolas. 1996-2005	72
Tabla A3.	Distribución del índice de blindaje	72
Tabla A4.	Distribución de las disposiciones estatutarias utilizadas por las sociedades cotizadas españolas. 1996-2005	73
Tabla A5.	Distribución de las empresas blindadas por tamaño. 1996-2005	73
Tabla A6.	Estadísticos descriptivos del índice de blindaje de las empresas cotizadas españolas por tamaño. 1996-2005	74
Tabla A7.	Distribución de las disposiciones estatutarias defensivas utilizadas por las empresas cotizadas españolas. 1996-2005. Todas	75

Tabla A8.	Distribución de las disposiciones estatutarias utilizadas por las empresas cotizadas españolas. 1996-2005. Comunes	75
Tabla A9.	Distribución sectorial de las empresas blindadas	76
Tabla A10.	Estadísticos descriptivos del índice de blindaje por sectores. 1996-2005. Todas	76
Tabla A11.	Estadísticos descriptivos del índice de blindaje por sectores. 1996-2005. Comunes	77
Tabla A12.	Distribución de las disposiciones estatutarias utilizadas por las empresas cotizadas españolas. 1996-2005. Análisis por sectores. Todas	78
Tabla A13.	Distribución de las disposiciones estatutarias utilizadas por las empresas cotizadas españolas. 1996-2005. Análisis por sectores. Comunes	79
Tabla A14.	Distribución de las empresas blindadas por nivel de concentración. 1996-2005	80
Tabla A15.	Estadísticos descriptivos del índice de blindaje de las empresas cotizadas españolas por nivel de concentración. 1996-2005	80
Tabla A16.	Distribución de las disposiciones estatutarias defensivas utilizadas por las empresas cotizadas españolas. 1996-2005. Todas	81
Tabla A17.	Distribución de las disposiciones estatutarias utilizadas por las empresas cotizadas españolas. 1996-2005. Comunes	81

1. Introducción

La relevancia del análisis del gobierno corporativo de las empresas cotizadas españolas en el periodo 1996-2005 viene determinada, entre otros aspectos, por el crecimiento experimentado por el mercado bursátil y el desarrollo normativo relacionado con el gobierno de las sociedades cotizadas. Así, la capitalización de la bolsa española ha pasado de 189.794 millones de euros en 1996 a 843.902 millones de euros a finales de 2005, lo que supone un incremento del 344,64% en la valoración del mercado español¹. En esta línea, la evolución seguida por la contratación ha superado dicho crecimiento, al pasar de 75.935 millones de euros contratados en el mercado continuo en 1996 a 788.408 millones de euros a finales de 2005. Estas cifras suponen que el nivel de profundidad de la bolsa española se ha incrementado significativamente al evolucionar la ratio de rotación del 69% en 1996 al 171,2% en el año 2005. Este nivel de desarrollo ha permitido que la bolsa española se sitúe entre los 10 mayores mercados bursátiles a nivel mundial, tanto en capitalización como en nivel de contratación.

El crecimiento del mercado bursátil español ha venido acompañado por una mayor presencia de los inversores privados en la operativa bursátil, debido fundamentalmente al proceso de privatización de grandes empresas cotizadas. Así, mientras que en 1996 las administraciones públicas eran propietarias del 10,9% de las acciones de las sociedades cotizadas españolas, esta cifra tan solo alcanza el 0,3% a principios de 2005. El proceso de privatización ha convivido con la presencia de grandes accionistas, familias y entidades financieras fundamentalmente, en el control de las sociedades cotizadas españolas. De este modo, la concentración de propiedad en manos de unos pocos accionistas es una de las principales características del gobierno corporativo en España (*e.g.*, La Porta, López-de-Silanes y Shleifer, 1999; Faccio y Lang, 2002; Santana y Aguiar, 2004). Por tanto, el problema de agencia al que se enfrentan las empresas se aleja del clásico conflicto entre accionistas y directivos apuntado por Jensen y Meckling (1976), ya que las mismas no están controladas por un grupo de directivos en nombre de una multitud de accionistas, sino por propietarios con participaciones en la propiedad significativas, por lo que tienen incentivos para implicarse en el proceso de toma de decisiones, así como en el control de la sociedad.

En este contexto, el gobierno corporativo adquiere una especial trascendencia como sistema cuya principal función se centra en defender los intereses de los inversores

1. Los datos estadísticos de la bolsa española han sido recogidos del *Informe del Mercado 2005* publicado por Bolsa y Mercados Españoles.

externos. Este hecho se ha configurado como una de las principales razones para justificar el desarrollo normativo experimentado en España relacionado con el gobierno de las sociedades cotizadas entre 1996 y 2005. Así, la *Comisión especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades* (Comisión Olivencia) publica su informe en 1998, en el que se desarrolla un Código de Buen Gobierno con 23 recomendaciones que no son de obligado cumplimiento para las empresas cotizadas españolas. Posteriormente la *Comisión especial para el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados financieros y las sociedades cotizadas* (Comisión Aldama) publica en el año 2003 un informe en el que se analiza la situación del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas españolas tras la aparición del Código de Buen Gobierno. En dicho informe se establecen una serie de recomendaciones al legislador para una mayor eficacia de los sistemas de gobierno de las empresas cotizadas. Tras la publicación de los informes anteriores, en el año 2003 entran en vigor la Ley 26/2003 desarrollada posteriormente por la Orden ECO/3722/2003 y la Circular 1/2004 de la Comisión Nacional del Mercado de valores (CNMV), que tienen como principal objetivo aumentar de forma considerable los niveles de transparencia y responsabilidad de los órganos de gobierno de las empresas cotizadas españolas. De esta forma, el desarrollo normativo ha permitido aumentar de forma considerable el conocimiento sobre el sistema de gobierno de las empresas cotizadas españolas.

Entre los distintos mecanismos de gobierno corporativo, el análisis de las medidas de blindaje contenidas en los estatutos sociales adquiere especial relevancia debido a la escasa transparencia que caracteriza a las empresas españolas hasta el año 2003 en relación con la adopción de dichas medidas. De este modo, son escasos los estudios² sobre el blindaje que permitan conocer la evolución que ha seguido, en una década caracterizada por el fuerte desarrollo de los mercados españoles y el profundo dinamismo del entorno institucional, uno de los instrumentos de gobierno que pueden influir en mayor medida en el comportamiento de las empresas cotizadas españolas.

En esta línea, el presente estudio tiene por objeto analizar el blindaje contenido en los estatutos sociales de las empresas no financieras cotizadas españolas en la década 1996-2005, tratando de dar respuesta a una serie de interrogantes tales como: ¿Cuál es el porcentaje de empresas cotizadas blindadas y cómo ha evolucionado dicho porcentaje en el periodo 1996-2005? ¿Cuál es el nivel de blindaje y como ha evolucionado dicho índice? ¿Qué medidas son las más utilizadas por las sociedades cotizadas españolas? ¿Se mantienen estas preferencias a lo largo de la década objeto de estudio? ¿Qué estrategia adoptan las empresas que se incorporan a bolsa a lo largo de este período? ¿Difiere el blindaje corporativo en función de la dimensión de las empresas y del sector al que se adscriben? ¿Existen diferencias en el blindaje entre las empresas con diferentes niveles de control en manos de los accionistas significativos? ¿Ha influido la normativa sobre transparencia en los mercados de valores que entró en vigor en el año 2003?

Con el fin de dar respuesta a todas esas cuestiones, el trabajo se estructura como sigue. El segundo capítulo aborda los posibles incentivos para adoptar medidas de

2. Ver Santana y Aguiar (2004) para un análisis de la evolución del blindaje contenido en los estatutos sociales de las empresas cotizadas españolas entre los años 1996 y 2002.

blindaje y cómo el sistema legal puede influir en el nivel defensivo que las empresas introducen en sus estatutos sociales. En el tercero se plantean los aspectos metodológicos con especial referencia a la construcción del índice de blindaje. Los capítulos cuatro a siete se dedican a presentar los resultados de la investigación empírica, objeto central del estudio, tratando de responder a las cuestiones planteadas. Finalmente se exponen las principales conclusiones del estudio.

2. La adopción de medidas defensivas

La evidencia empírica en relación con la utilización de medidas de blindaje y su incidencia en la riqueza de los accionistas no es concluyente. Así, DeAngelo y Rice (1983) no encuentran un efecto significativo de la adopción de medidas defensivas, Linn y McConnell (1983) muestran una relación positiva entre el anuncio de adopción y el precio de las acciones el día del evento, mientras que Jarrel y Poulsen (1987), Malatesta y Walking (1988), Karpoff y Malatesta (1989), Mahoney y Mahoney (1993) y McWilliams y Sen (1997) encuentran un efecto negativo en la riqueza de los accionistas ante la adopción de medidas defensivas. De igual forma, en el caso español los estudios empíricos no ofrecen conclusiones en un solo sentido en la relación blindaje-rentabilidad de las acciones. Así, los resultados del trabajo de Fernández y Gómez (1997) se encuentran en consonancia con la hipótesis de atrincheramiento, mientras que el estudio de Alemany y Crespi (2001) refleja un efecto positivo en el precio de las acciones el día del anuncio de adopción de medidas defensivas, aunque una ventana (-4,8) días dicho efecto pasa a ser negativo.

Las diferencias en los resultados empíricos concuerdan con la discrepancia de los argumentos teóricos sobre la incidencia de las medidas defensivas en la riqueza de los accionistas. De este modo, el uso de medidas de blindaje puede afectar positivamente a la generación de valor de las empresas, ya que, por un lado, pueden verse como instrumentos que actúan en defensa de los accionistas. Así, su utilización posibilita eliminar el problema de polizón en las respuestas a los accionistas en el mercado de control corporativo y aumentar el poder de negociación de los agentes internos en los procesos de negociación de cambios potenciales en el control de la empresa, de manera que los accionistas logren obtener mayores ganancias en dichos procesos (*e.g.*, Grossman y Hart, 1980; DeAngelo y Rice, 1983; Jensen y Ruback, 1983; Stulz, 1988). En esta línea, las medidas de blindaje pueden ser vistas como parte de un contrato a largo plazo, establecido entre accionistas y directivos, de forma que tales disposiciones puedan incentivar a estos últimos a desarrollar proyectos generadores de riqueza a largo plazo (*e.g.*, Dann y DeAngelo, 1983; DeAngelo y Rice, 1983; Knoeber, 1986; Stein, 1988).

Por otra parte, las medidas de blindaje pueden ser utilizadas por los agentes internos como mecanismos de expropiación de la riqueza de los accionistas, ya que pueden reducir la amenaza ejercida por el mercado de control corporativo. En este sentido, Stulz (1988) argumenta que las disposiciones defensivas disminuyen la probabilidad de que se produzca un proceso de OPA, lo que puede incentivar a los agentes internos a atrincherarse. Además, la utilización de los instrumentos defensivos limita la disciplina que puede ejercer la junta general de accionistas sobre el consejo y los directivos. De esta forma, la mayor debilidad de los órganos internos

de gobierno, ante la presencia de instrumentos defensivos, posibilita a los agentes involucrados en el proceso de toma de decisiones realizar acciones oportunistas que sean fuente de beneficios privados. En esta línea, Danielson y Karpoff (1998) afirman que la presencia de medidas defensivas no sólo influye en el mercado de control corporativo externo, sino igualmente, en el mercado de control corporativo interno, es decir, en aquel relacionado con los cambios de poder realizados por los actuales accionistas, al influir en las políticas corporativas a través del ejercicio de sus derechos de voto en las juntas generales de accionistas.

Entre las posibles razones que justifican la aprobación, por parte de los accionistas, de disposiciones estatutarias defensivas que pueden ir en contra de sus propios intereses, DeAngelo y Rice (1983) argumentan la preferencia por mantener en sus puestos a los directivos actuales, los elevados costes de información y transacción requeridos para combatir la aprobación de estas disposiciones, así como la presencia de accionistas controladores cuyo objetivo principal no sea la maximización del valor de la empresa sino la obtención de los beneficios privados, puede explicar la adopción de dichas disposiciones. En este sentido, Cuervo (2002) argumenta que el comportamiento de los accionistas controladores o “núcleo de accionistas” en los países de la Europa Continental explica el uso de los mecanismos de defensa, siendo éstos presentados para su aprobación como instrumentos de protección del interés general, aunque en la mayoría de los casos defiendan fundamentalmente los intereses de directivos y accionistas controladores. De esta forma, la estructura de propiedad podría explicar la adopción de medidas defensivas por parte de las empresas. Así, a medida que aumenta la participación en la propiedad de los agentes internos, los beneficios de adoptar medidas defensivas disminuyen (*e.g.*, Malatesta y Walking, 1988; Bebchuk, 1999; Field y Karpoff, 2002).

Por otro lado, el nivel defensivo puede venir determinado por factores externos a las empresas, en concreto, por el entorno institucional. En este sentido, Gompers, Ishii y Metrick (2003) argumentan que, de manera conjunta, la regulación y los estatutos sociales definen la distribución de poder entre agentes internos y externos. De esta forma, el entorno legal que delimita los contratos de agencia entre dichos agentes se puede dividir en dos ámbitos. Por un lado, la legislación externa establecida a nivel estatal, que regula de manera general, las relaciones entre dichos inversores. Por otro, la normativa específica de gobierno recogida en los estatutos sociales que ocupa aquellas posibilidades, lagunas o ausencias que la legislación a nivel estatal no predice. En esta línea, La Porta, *et al.* (1998) argumentan que el marco legislativo y la calidad con el que se aplica, son factores determinantes de los derechos que tienen los inversores.

De este modo, el sistema legislativo puede afectar al nivel de utilización de medidas defensivas. Así, Bebchuk (1999) modeliza la influencia de la protección del sistema legal en el uso de medidas de blindaje por parte de las empresas. Los resultados teóricos de su trabajo predicen una mayor presencia de instrumentos defensivos en las corporaciones de aquellos países cuyo sistema legal ofrece una menor protección de los intereses de los inversores externos, ya que en dichos países, los beneficios privados del control son mayores, configurándose éstos como factores determinantes en la adopción de medidas defensivas. Esta predicción teórica se encuentra en consonancia con los resultados del estudio de Nenova (2003), en el que se pone de relieve, a partir de la elaboración de un “índice de disposiciones estatutarias”, el mayor

uso de estas medidas defensivas en las empresas de países pertenecientes a la familia legal *civil law*³, mientras que son las naciones de procedencia legal anglosajona, en los que el grado de utilización es menor.

En este sentido, desde la creación en 1988 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, España ha experimentado un cambio legal e institucional significativo con el objetivo fundamental de incrementar la transparencia informativa de los mercados de valores y el nivel defensivo de los intereses de los inversores externos por parte del sistema legal. Este desarrollo institucional se acentúa de forma considerable a partir de la entrada en vigor de la Ley 26/2003 desarrollada posteriormente por la Orden ECO/3722/2003 y la Circular 1/2004 de la CNMV. Este marco legislativo permite aumentar de forma considerable los niveles de transparencia y responsabilidad de los órganos de gobierno de las empresas cotizadas españolas.

Así, los pilares más recientes en los que se fundamenta el desarrollo legislativo relacionado con el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en España, se encuentran en la Ley 44/2002, de Medidas de reforma del sistema financiero, en la que se recoge, entre otros aspectos, la obligatoriedad de que las sociedades cotizadas cuenten con un comité de auditoría, se establecen mecanismos para lograr una mayor independencia de los auditores y se modifica el régimen en materia de comunicación relevante al mercado por parte de las empresas cotizadas. Por otro lado, los informes elaborados por la Comisión Olivencia, y de forma más concreta, por la Comisión Aldama perfilan un conjunto de recomendaciones con el fin de que el legislador defina un marco normativo que desarrolle de manera adecuada el control sobre el sistema de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. Dichas recomendaciones se concretan en tres aspectos: los deberes de información y transparencia, la definición y el régimen de los deberes de los administradores, con especial incidencia ante conflictos de intereses y la obligación de que las sociedades cotizadas cuenten con mecanismos de gobierno como, por ejemplo, una reglamentación del funcionamiento del consejo de administración y la junta general de accionistas.

Estos aspectos son dotados de soporte normativo en la Ley 26/2003 que, entre otros aspectos, introduce un nuevo título en la Ley 24/1988 del Mercado de valores dedicado a las sociedades cotizadas y en concreto al gobierno de las mismas. En este sentido, se establece la obligación de informar al mercado sobre el sistema de gobierno corporativo a través de la elaboración de un informe anual de gobierno corporativo, bajo la responsabilidad del consejo de administración y disponible a todos los accionistas e inversores mediante su publicación en la página *web* de la sociedad. Además, se potencian los mecanismos para asegurar una transmisión de la información relevante a los accionistas externos y se facilita su participación en la toma de deci-

3. La Porta, *et al.* (1998) analizan, a nivel internacional, el grado de protección de los intereses de los inversores externos proporcionado por la legislación. Distinguiendo dos tipos de orígenes o familias legales: *common law*, cuyo origen se encuentra en el derecho anglosajón, y *civil law*, basada en los principios establecidos por el derecho romano. Dentro de esta última se observan tres vertientes, la francesa (en la que se encuentra España), la germana y la escandinava. Su estudio revela un mayor nivel de protección en los países de origen legal anglosajón, mientras que son los países de la familia *civil law* los que ofrecen una menor salvaguarda, y dentro de éstos, la defensa más débil de los inversores externos se encuentra en la legislación de origen francés.

siones. Posteriormente la Orden ECO/3722/2003 y la Circular 1/2004 de la CNMV completan la legislación anterior al definir los contenidos mínimos y la estructura que debe seguir el informe de gobierno corporativo, así como determinar las especificaciones técnicas y jurídicas que debe poseer la página *web* de las sociedades cotizadas españolas.

De este modo, el conjunto de normas vinculadas al gobierno de las sociedades cotizadas ha permitido a España, a pesar de situarse entre los países con sistema legal francés, presentar niveles de defensa de los accionistas minoritarios por encima de la media del conjunto de naciones enmarcadas en dicha familia legal. Así, La Porta *et al.* (1998) en función de la legislación vigente en 1993, desarrollan un índice que mide el nivel de defensa de los intereses de los accionistas minoritarios, por parte del sistema legal, frente a directivos y grandes accionistas (*antidirector rights*). En dicho índice, España logra 4 puntos frente a los 2,33 de la media de los países de origen legal francés. Posteriormente, Djankov *et al.* (2006), revisan dicho índice con la legislación vigente en el año 2003, alcanzando España 5 puntos frente a los 2,91 de la media de países con sistema legal francés. En esta misma línea, se muestran los índices de revelación y responsabilidad garantizados por el sistema legal construidos por La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (2006). Así, España logra una puntuación de 0,5 en el índice de revelación de información (*disclosure requirements*) frente a los 0,45 de la media de países de origen legal francés. Igualmente, en el índice de responsabilidad de los agentes internos (*liability standard*) España alcanza los 0,66 puntos siendo de 0,39 de media de los países con sistema legal francés.

De este modo, concebido el blindaje como un mecanismo que limita los derechos de los accionistas minoritarios, ante la mejora observada en el nivel de protección que ofrece la normativa española, cabe plantearse si ello se traduce en una reducción del blindaje corporativo contenido en los estatutos sociales de las empresas cotizadas españolas, y en caso, cabe preguntarse cómo se ha realizado esa posible disminución de los niveles defensivos de las sociedades cotizadas.

3. Aspectos metodológicos

3.1. Muestra

La determinación de la muestra parte de las 108 empresas no financieras cotizadas en el mercado continuo a 31 de diciembre de 2005, de las cuales se han eliminado, cinco compañías no domiciliadas en España, por lo que la muestra final queda constituida por 103 sociedades cotizadas españolas no financieras (ver la relación en el cuadro A1 del anexo). El estudio se ha realizado a partir de los estatutos sociales vigentes, a 31 de diciembre, entre los años 1996 y 2005. Es preciso indicar que el número de empresas analizadas difiere en cada uno de los años del período objeto de estudio, debido a las entradas y salidas de cotización de las empresas. Como puede observarse en la tabla 1, el mayor número de incorporaciones netas a cotización se produce en los años 1997-1999, ya que a partir del año 2000 el número total de sociedades es más estable.

Número de empresas. 1996-2005

TABLA 1

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Todas	52	65	72	80	85	89	93	95	98	103
Comunes	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52

Dado que el conjunto de empresas analizadas reúne tanto las que permanecen en la base desde 1996, como aquellas que se incorporan con posterioridad, resulta de interés realizar el análisis contemplando la evolución de los dos colectivos de empresas: el total y las comunes. Este doble análisis permitirá determinar si un cambio en los niveles defensivos, ya sea del porcentaje de empresas blindadas o del índice de blindaje, se debe a variaciones producidas en relación con las mismas empresas, o si por el contrario, viene determinado por la incorporación de nuevas sociedades a cotización.

Con el objeto de analizar la evolución del blindaje en función del tamaño de las empresas, siguiendo a Faccio y Lang (2002), se ha dividido la muestra en tres grupos, escogiendo en primer lugar a las 20 primeras sociedades por capitalización y dividiendo el resto en dos grupos iguales de medianas y pequeñas empresas. La distribución para el total de empresas en función del tamaño para cada uno de los años del período analizado se recoge en la tabla 2.

La distribución sectorial de las empresas, basada en la clasificación utilizada por la Bolsa de Madrid, se presenta en la tabla 3. Como puede observarse en los sectores

Distribución de las empresas por tamaño. 1996-2005

TABLA 2

	Comunes 1996-2005	Todas									
		1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Capitalización media (Mill.?)	3.099	1.501	1.718	2.123	2.696	2.858	2.767	2.093	2.682	3.273	3.710
Pequeñas	16	16	20	26	30	32	34	36	37	39	41
Medianas	16	16	21	26	30	33	35	37	38	39	42
Grandes	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Total	52	52	65	72	80	85	89	93	95	98	103

de Petróleo y Energía y de empresas Inmobiliarias, el número de empresas no sufre grandes cambios a lo largo de los años analizados, mientras que en los sectores de Materiales básicos, Industria y Construcción, Bienes de consumo y Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones se produce una masiva entrada de sociedades en bolsa. Es de señalar que estas incorporaciones se producen de forma paulatina, no concentrándose en unos años determinados, a excepción del sector de Bienes de consumo en el que se produce un importante aumento del número de sociedades cotizadas en 1997. Este aumento en el número de empresas se refleja en el peso relativo de los citados sectores, ya que conjuntamente agrupan más del 80% de las empresas en los años del período analizado (excepto 1996 y 1997).

Distribución sectorial de las empresas. 1996-2005

TABLA 3

	Comunes 1996-2005	Todas									
		1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Petróleo y energía	7	7	7	7	8	8	8	9	9	9	9
Materiales básicos, Industria y Construcción	17	17	19	22	24	25	25	27	28	28	30
Bienes de consumo	11	11	18	25	25	26	28	29	29	29	31
Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones	11	11	11	12	16	19	20	20	21	23	24
Inmobiliarias	6	6	6	6	7	7	8	8	8	9	9
Total	52	52	65	72	80	85	89	93	95	98	103

Por último, se analiza las posibles diferencias en el blindaje corporativo en función del grado de concentración de propiedad medida a partir de la determinación de la cadena de control de cada una de las empresas. En este sentido, el análisis de la estructura de propiedad a través de la propiedad inmediata no es suficiente para definir el control ante la utilización de estructuras complejas, tales como las estructuras piramidales, utilizadas generalmente en Europa Continental (La Porta, *et al.*, 1999; Faccio y Lang, 2002). En el presente trabajo identifica al último propietario de una empresa, ya que, la ausencia de especificación de una parte de las relaciones de propiedad puede llevarnos a un doble error. Por un lado, otorgar un nivel de participación a un accionista que no se corresponde con el que realmente ostenta, y por

otro, situar en el control de una determinada compañía a un agente que realmente no se encuentra en la posición final de las relaciones de propiedad, hecho que puede ser especialmente grave cuando en el caso de estructuras de propiedad concentrada.

De este modo, se ha distribuido la muestra atendiendo al nivel de participación en los derechos de voto del propietario final de cada una de las empresas en los años analizados. La metodología utilizada se basa en la propuesta por La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002), según la cual una empresa tiene un último propietario cuando el principal accionista de la misma posee directa o indirectamente un porcentaje de participación en los derechos de voto igual o superior a un nivel de control establecido, que en este estudio, siguiendo a los autores anteriores, es igual al 10 por ciento.

De esta forma, si un accionista Z es el principal propietario de la empresa A con un 16 por ciento de sus derechos de voto, y la empresa A es al mismo tiempo el mayor accionista de la empresa B con un 20% de las acciones, se considera que la empresa B está controlada por el accionista Z, para un nivel de control del 10 por ciento, ya que existe un último propietario que controla B indirectamente a través de una empresa. En el ejemplo anterior, el inversor Z, siguiendo la metodología propuesta por Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002), posee el 16 por ciento de los derechos de voto de B, es decir, el enlace más débil de la cadena de control (mín 0.16, 0.2). En ocasiones se observa que una empresa se encuentra controlada a través de una cadena de control múltiple, es decir, cuando el último propietario controla la empresa a través de diversas cadenas de control. Así, si en el ejemplo anterior el accionista Z posee directamente un 6 por ciento de los derechos de voto de B, entonces dicho propietario participa en el 22 por ciento de los derechos de voto, es decir, [(mín (0.16, 0.2) + 0.06)].

Por tanto, la metodología descrita permite determinar la participación del último propietario, tanto en los derechos de voto como de *cash flow*. Esta distinción es relevante, ya que mientras los derechos de *cash flow* miden los derechos económicos del accionista, los derechos de voto miden el control que puede ejercer un accionista sobre las cuestiones más relevantes de la empresa, como pueden ser los acuerdos de fusiones y adquisiciones de empresas o la elección de consejeros y altos directivos, convirtiéndose en el derecho más importante con el que cuenta un accionista (Shleifer y Vishny, 1997). En esta línea, Grossman y Hart (1986) argumentan que la propiedad es el derecho residual del control, es decir, el derecho a controlar todas las acciones que no están explícitas en los contratos, por tanto, la propiedad se define como el poder de ejecutar el control. Dicho poder se materializa en los derechos de voto asociados a las acciones, por lo que su medida se muestra de especial relevancia a la hora de analizar su relación con otra fuente de control como son las medidas de blindaje adoptadas en los estatutos sociales.

Con el objetivo de determinar las relaciones de propiedad-control sobre la base de la metodología de las cadenas de control expuesta, se parte de la información sobre participaciones significativas ofrecida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la que se obtiene las participaciones directas e indirectas superiores al 5 por ciento del capital, así como de la propiedad en manos de los consejeros, independientemente del montante de la misma. Además, se complementa dicha fuente secundaria con la base de datos Informa, que ofrece información sobre la propiedad

y el consejo de administración de sociedades españolas cotizadas y no cotizadas, datos necesarios para alcanzar el objetivo de representar en su totalidad la cadena de control de una empresa. Por otra parte, en aquellos casos en los que se encuentran sociedades no residentes en España como accionistas de empresas españolas, se completa sus estructuras de propiedad a través de las memorias obtenidas en las páginas *web* de dichas sociedades, consultando mediante correo electrónico enviado a estas empresas las dudas que surgen para dibujar su cadena de control.

Una vez determinadas las cadenas de control para cada una de las empresas en cada uno años analizados, se ha distribuido la muestra en tres grupos. En primer lugar, las sociedades de concentración baja donde se recogen aquellas sociedades en los que los niveles de participación en los derechos de voto del principal accionista no supera el 20%. En segundo lugar, las empresas de concentración media, en las que el propietario final posee un nivel de participación entre el 20 y el 50 por ciento. Por último se definen las empresas de concentración alta como aquellas en las que el principal accionista ostenta derechos de voto superiores al 50%. La distribución de las empresas atendiendo al criterio de concentración de propiedad se recoge en la tabla 4, de la cual se deduce que en torno al 35% de las empresas son clasificadas como de concentración baja dibujando este grupo una evolución creciente al pasar del 28% en el año 1996 al 39% en 2005, evolución inversa a la que ha seguido las empresas de concentración media que han pasado de ponderar desde un 40 a un 34 por ciento de la muestra en el año 2005. Por último, las empresas en las que el principal accionista posee un porcentaje de derechos de voto superior al 50% suponen, en términos medios, el 27% de la muestra dibujando una evolución muy estable a lo largo del periodo analizado.

Distribución de las empresas en función del nivel de concentración de propiedad. 1996-2005

TABLA 4

	Comunes 1996-2005	Todas									
		1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Concentración baja	15	15	20	25	31	30	32	28	37	40	41
Concentración media	21	21	29	29	26	30	33	39	35	32	36
Concentración alta	16	16	16	18	23	25	24	26	23	26	26
Total	52	52	65	72	80	85	89	93	95	98	103

3.2. Fuentes de información

Las fuentes de información a las que se ha acudido para recopilar los estatutos sociales de las empresas cotizadas difieren en función de dos periodos. El primero, entre 1996 y 2002, se caracteriza por la ausencia de obligación de dichas sociedades de publicar sus estatutos sociales. Por ello, se solicitó a cada una de las empresas de la muestra sus estatutos sociales vigentes entre finales de 1996 y finales de 2002, con todas las modificaciones efectuadas a lo largo de dicho periodo, siendo muy escaso el nivel de respuestas afirmativas (aproximadamente un 10% de las sociedades analizadas). Ante dicha situación, se solicitó a cada uno de los registros mercantiles provinciales en los que se encuentran domiciliadas las empresas cotizadas, nota simple

de la información antes descrita, ya que ni el Registro Mercantil Central ni los registros provinciales poseen una base de datos en las que se recojan los estatutos sociales de las sociedades domiciliadas en España. En el segundo periodo, que transcurre entre los años 2003 y 2005, la aprobación de la ley 26/2003, de 17 de julio, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas, y su desarrollo posterior recogido en la Orden Ministerial ECO/3722/2003, de 26 de diciembre y en la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la CNMV, permitió la obtención de los estatutos sociales de las empresas cotizadas, y sus modificaciones más recientes, a través de la páginas *web* de las empresas.

3.3. Elaboración de un índice de blindaje

Una vez recopilados todos los estatutos sociales de las empresas no financieras españolas cotizadas entre 1996 y 2005, y tras la lectura de los mismos, se extraen cinco disposiciones estatutarias defensivas recogidas en su normativa específica de gobierno: límite al porcentaje de voto que puede emitir un accionista, exigencia de mayorías cualificadas para la adopción de determinados acuerdos, antigüedad como accionista para ser consejero, antigüedad como consejero para ocupar el puesto de presidente del consejo y renovación escalonada del consejo. Las características de estas disposiciones se muestran en el cuadro 1.

Disposiciones estatutarias defensivas utilizadas por las empresas cotizadas españolas. 1996-2005

CUADRO 1

Límite en el porcentaje de voto	En los estatutos sociales se introduce un porcentaje máximo de votos que puede emitir un accionista (generalmente un 10%) independientemente de poseer una participación superior.
Mayorías cualificadas	Los estatutos sociales exigen mayorías superiores a las establecidas en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas para la adopción de los llamados supuestos especiales (emisión de obligaciones, aumento o reducción de capital, fusión, modificación de estatutos, etc). Generalmente se exige una mayoría entre el 75 y el 90 por ciento del capital.
Antigüedad como accionista para ser consejero	Los estatutos sociales establecen el requisito de ser accionista durante un periodo de tiempo, generalmente entre 1 y 3 años, para ser consejero.
Antigüedad como consejero para ser presidente	Los estatutos sociales establecen el requisito de ser consejero durante un periodo de tiempo, generalmente entre 1 y 3 años, para ser presidente y/o vicepresidente del consejo de administración.
Renovación escalonada del consejo	Los estatutos sociales determinan que la renovación del consejo se realiza de manera escalonada, generalmente en fracciones de un-medio, o un-tercio, en periodos de dos años.

Así, las disposiciones encontradas en los estatutos sociales de las empresas cotizadas españolas pueden ser calificadas, siguiendo el criterio de agrupación propuesto por Danielson y Karpoff (1998), como disposiciones de control interno, de ahí que podamos afirmar que las mismas no afectan directamente al coste de un potencial comprador de acumular un paquete significativo de acciones, es decir, no intervienen de manera directa en el precio que se debe pagar, o en la cantidad de acciones

que se deben comprar para adquirir una empresa, sino que persiguen fundamentalmente elevar el coste de ejercitar el control por parte de un accionista externo al proceso de toma de decisiones de la empresa, hecho que dificulta de manera indirecta una posible adquisición hostil a los actuales agentes internos.

Por otra parte, estas disposiciones pueden agruparse en función del órgano de gobierno al que van dirigidas. Así, el límite en el porcentaje de voto que puede emitir un accionista y la implantación de mayorías cualificadas por encima de las establecidas de manera general por el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas para la aprobación de los llamados supuestos especiales (cambios estatutarios, emisión de obligaciones, variaciones en el capital social, etc), son disposiciones que van destinadas principalmente a la regulación del procedimiento de voto de la junta general de accionistas. Mientras que los requisitos de antigüedad y la renovación escalonada del consejo de administración, son disposiciones estatutarias defensivas destinadas fundamentalmente a la regulación de la composición de dicho órgano de gobierno⁴.

A partir de la identificación y recopilación de las disposiciones estatutarias se elabora un “índice de blindaje”. El mismo se construye de forma que se suma un 1 si una sociedad posee en sus estatutos una disposición y 0 en caso contrario. De esta manera, el índice puede tomar valores de cero a cinco. Así, un mayor valor del índice revela la presencia de un mayor nivel defensivo en los estatutos de una sociedad. La utilización de un índice de blindaje simple conlleva una serie de limitaciones, entre ellas, el no recoger la importancia relativa de cada una de las disposiciones defensivas. No obstante, los trabajos precedentes que elaboran índices de blindaje (*e.g.*, Danielson y Karpoff, 1998; Gompers, et al, 2003; Nenova, 2003) utilizan índices simples bajo la argumentación de que son más transparentes y más fáciles de reproducir y no requieren ningún juicio sobre la eficacia de cada una de las medidas analizadas.

El análisis del blindaje corporativo se realiza desde la perspectiva cuantitativa tratando de determinar la importancia relativa de las empresas blindadas así como del nivel de blindaje; y desde la perspectiva cualitativa, al analizar el tipo de medidas estatutarias defensivas utilizadas por las sociedades cotizadas españolas. Además, el análisis se realiza distribuyendo las empresas por tamaño, sector y concentración de propiedad al objeto de estudiar el blindaje utilizado en los diferentes colectivos.

4. Existen otras fuentes de blindaje que no son analizadas en el presente estudio por dos razones fundamentales. La primera, por no poseer un carácter público a lo largo de todo el periodo de análisis (*e.g.*, cláusulas de blindaje de los altos directivos en sus contratos) o ser públicas sólo de manera reciente (*e.g.*, reglamentos de junta general de accionistas o reglamentos de los consejos de administración). La segunda, por entender que son una segunda línea de defensa ante la amenaza de pérdida de control de los agentes internos actuales que actúan únicamente si las empresas no cuentan con medidas defensivas en sus estatutos o si las adoptadas en los mismos no han funcionado como mecanismo defensivo.

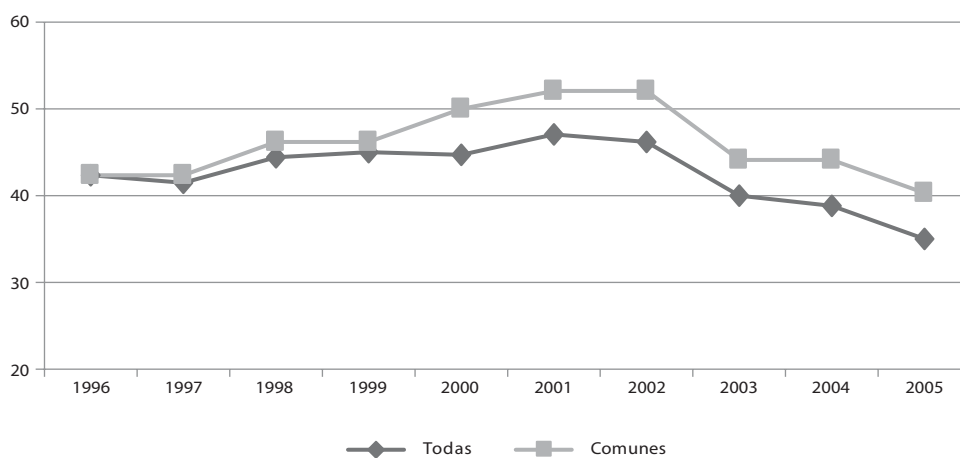
4. El blindaje en las sociedades cotizadas españolas. Análisis global. 1996-2005

4.1. Análisis de las empresas blindadas

Como puede observarse en el gráfico 1 (datos en tabla A1 del anexo), el porcentaje de empresas cuyos estatutos contienen al menos una disposición defensiva, en adelante empresas blindadas, experimenta un descenso entre el inicio y el final de la década analizada, pasando de un 42% a un 35% para el total de empresas. No obstante dicha evolución no se produce de forma lineal. Así, en el período 1996-2002 el porcentaje de empresas blindadas experimenta un incremento situándose en torno al 47%, al producirse una importante y progresiva reducción del número de empresas blindadas a partir del año 2003 en el que se reduce al 40%, y continúa descendiendo hasta el citado 35% en el año 2005.

Porcentaje de empresas blindadas. 1996-2005

GRÁFICO 1



El colectivo de empresas comunes sigue una pauta similar al total de empresas entre 1996 y 1999, con un aumento del porcentaje de empresas blindadas del 42% al 46%. Este crecimiento se acentúa en los años 2000 a 2002 en el que alcanza los niveles máximos del período, por encima del 50%, produciéndose un notable descenso en 2003 en el que cae hasta el 44%, finalizando la década en el 40%.

Es de destacar que en el período 1996-1999, el de mayor incorporación de empresas a la bolsa (concretamente 28 de las 51 empresas se incorporan en los años 97 a 99), el porcentaje de empresas blindadas es prácticamente igual en las empresas totales y en el colectivo de empresas comunes. Sin embargo, en el período 1999-

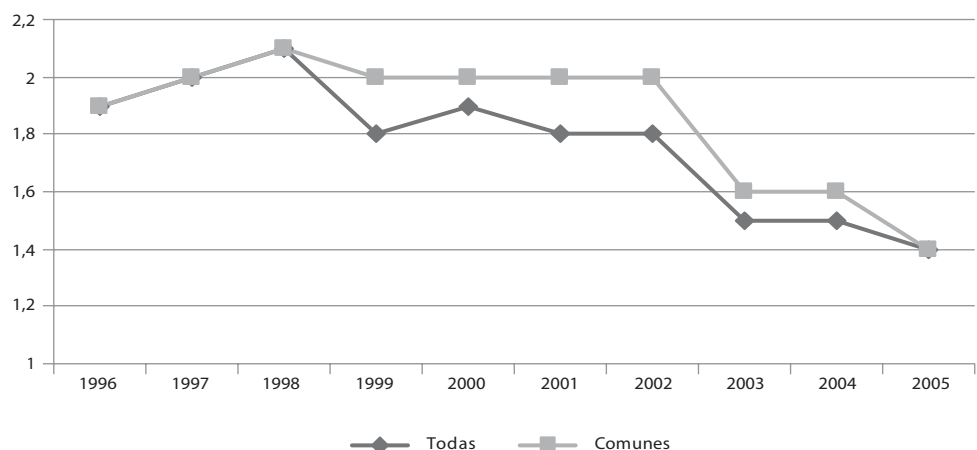
2001, a pesar de que el número de empresas que se incorporan es muy inferior a los años precedentes (8 empresas en 2001 y 2002), el porcentaje de empresas blindadas es muy superior en las empresas comunes. Ello indica que en el periodo 2000-2002 son las empresas que cotizaban en años anteriores las que introducen medidas defensivas en sus estatutos. En síntesis, en el conjunto del período, el porcentaje de empresas blindadas aumenta entre 1996 y 2002, y desciende a partir del año 2003, lo cual es un reflejo de la normativa sobre transparencia que entra en vigor en este año.

4.2. Análisis del índice de blindaje

Los valores medios del índice de blindaje entre los años 1996 y 2005, para el total de sociedades cotizadas se presentan en el gráfico 2 (ver estadísticos descriptivos en tabla A2 del anexo). En dicho gráfico se puede observar que el índice de blindaje de las empresas españolas ha oscilado, en términos medios, entre el 2,1 alcanzado en el año 1998 y 1,4 en 2005. No obstante, entre 1996 y 2002 se ha mantenido por encima de 1,8, descendiendo a partir del año 2003. En cuanto a las empresas comunes, es de destacar la estabilidad observada en el valor medio del índice que se sitúa en 2 hasta el año 2002, descendiendo a partir de 2003 hasta alcanzar el mínimo de 1,4 en el año 2005.

Valores medios del índice de blindaje. 1996-2005

GRÁFICO 2



Como puede observarse, los valores medios del índice de blindaje de las empresas comunes son superiores o iguales en todos los años a los del total de empresas, lo cual refleja que las empresas cotizadas en todo el período mantienen sus niveles defensivos, mientras que las nuevas incorporaciones lo hacen con menores medidas defensivas, sobre todo a partir del año 1999, ya que en el periodo 1996-1998 los valores medios son exactamente iguales en ambos colectivos. Ello indica que las empresas que se incorporan a la bolsa presentan un índice de blindaje inferior, contribuyendo a reducir el valor medio del índice.

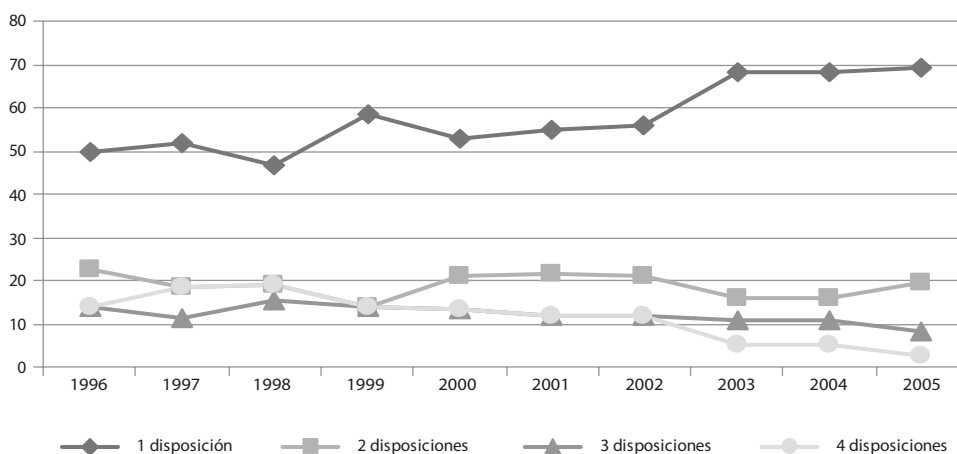
Es de destacar que de nuevo se detecta la incidencia de la normativa relativa a la transparencia en los mercados de valores, al observarse un importante des-

censo del índice de blindaje a partir del año 2003. Este descenso es estadísticamente significativo, tal como indica el contraste de Wilcoxon, tanto para el total de empresas como para el colectivo de empresas comunes (ver tabla A2 del anexo).

Dado que por construcción, el índice solo puede adoptar valores discretos y al estar acotado tanto en su límite inferior como superior, el análisis del índice y su evolución, se puede efectuar a partir de la distribución de frecuencias. En relación con el total de empresas (ver gráfico 3 y tabla A3 del anexo), se observa en primer lugar un predominio de sociedades con una sola disposición defensiva en sus estatutos, observándose además una tendencia creciente a lo largo del período, pasando de un 50% en 1996 a un 69% en 2005; con un aumento más acusado en el año 2003, cuando alcanza el 68%.

Distribución del índice de blindaje. 1996-2005. Todas

GRÁFICO 3

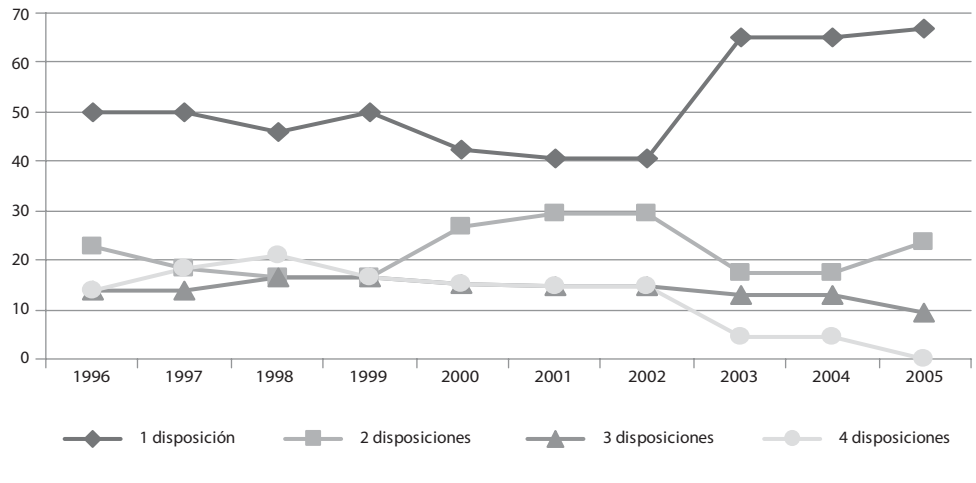


El porcentaje de empresas con dos disposiciones defensivas se mantiene muy estable en torno al 20% en este período, con la única excepción de 1999, año en el que desciende hasta el 13,8%. Asimismo, se observan repuntes por encima del 20% en los años 2000-2002. A partir de 2003 el porcentaje de empresas con tres disposiciones defensivas cae hasta el 8,3%, produciéndose una drástica reducción en el porcentaje de empresas con cuatro medidas defensivas, cayendo del 11,6% en 2001 hasta el 2,77% en el año 2005. De este modo, ninguna de las empresas cotizadas cuenta con cinco disposiciones defensivas en sus estatutos sociales.

Con respecto a las empresas comunes (ver gráfico 4) se produce una evolución similar a la comentada para el total de empresas, si bien presentan valores inferiores para el caso de una sola disposición defensiva, mientras que para valores del índice superiores a la unidad, ocurre lo contrario. La única excepción se observa para el valor máximo (4 disposiciones) en el que se da el caso de que los porcentajes de empresas comunes son superiores a los porcentajes referidos al total de empresas, en el período 2003-2005. De hecho, en el año 2005, no existe ninguna empresa con cuatro disposiciones defensivas entre el colectivo de empresas comunes.

Distribución del índice de blindaje. 1996-2005. Comunes

GRÁFICO 4



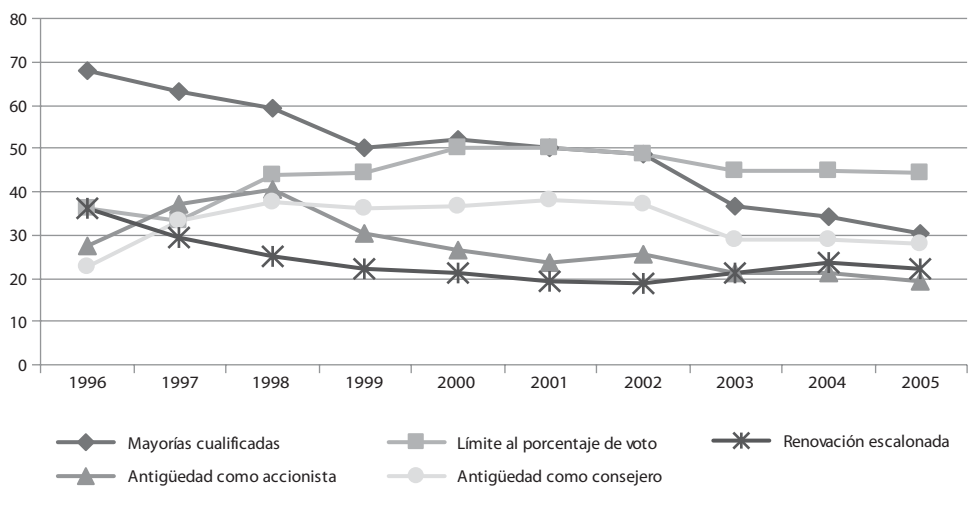
4.3. Análisis de las disposiciones defensivas

Con el análisis cualitativo, como se ha señalado, se pretende conocer el tipo de disposiciones más utilizadas por las empresas. La distribución de cada una de las disposiciones defensivas a lo largo del período analizado se refleja en los gráficos 5 y 6, para el total de empresas y para las empresas comunes, respectivamente (ver datos en tabla A4 del anexo).

Como puede observarse en el gráfico 5, con respecto al total de empresas, hasta el año 2000 la disposición más utilizada por las sociedades cotizadas es la exigencia de mayorías cualificadas, si bien el porcentaje de empresas que cuenta con esta disposición desciende desde el 68% en el año 1996 hasta el 52% en el 2000. Evolución inversa presenta el porcentaje relativo al límite del porcentaje de voto el cual aumenta pasando del 36% en 1999 al 50% en el año 2000. Además, se observa una

Distribución de las disposiciones defensivas. 1996-2005. Todas

GRÁFICO 5

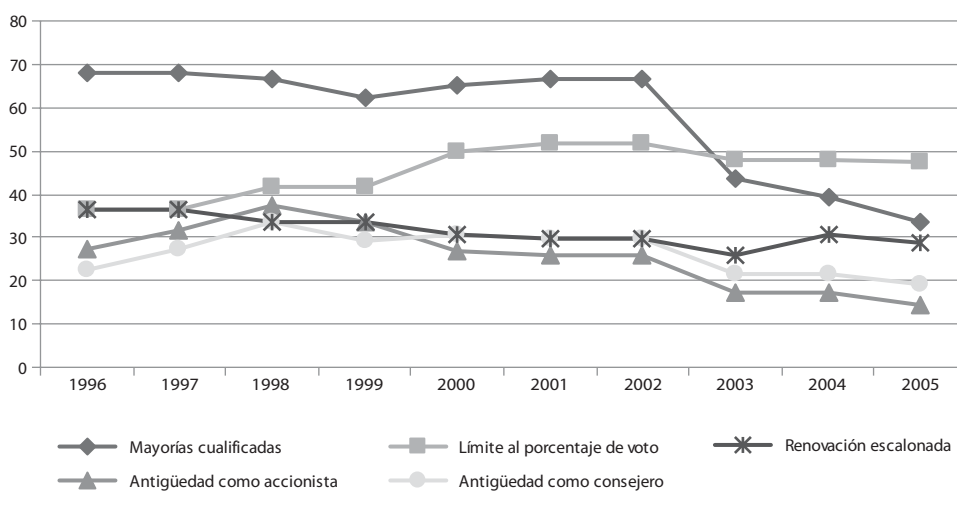


convergencia en la evolución de estas dos disposiciones en el citado período hacia el 50% en los años 2000 a 2002. A partir de 2003 se invierten las tendencias, ya que aunque en ambos casos se produce un descenso, los valores del límite al porcentaje de voto se sitúan por encima de las mayorías cualificadas, siendo la disposición más utilizada en este período.

En relación con el establecimiento de requisitos de antigüedad como accionista para ser consejero es utilizado como medida defensiva por un porcentaje de empresas que llega hasta el 40% en 1998, a partir del cual comienza una escalada descendente, que se interrumpe en el año 2002 en el que alcanza el 25%, reduciéndose de forma significativa en el año 2003, hasta el 21%, valor en el que se estabiliza. En cuanto a la exigencia de una cierta antigüedad como consejero para poder ocupar el puesto de presidente del consejo, esta medida es utilizada por un porcentaje creciente de empresas superior al 30% hasta el año 2002, acusando un descenso en el año 2003 desde el 37% al 28%, si bien a partir de este año se consolida. Esta es la tercera disposición más utilizada en el período 2003-2005. Por último, la renovación escalonada del consejo es la única disposición en la que se produce un aumento en el porcentaje de empresas que la utilizan a partir de 2003, después de haber experimentado un descenso entre 1996 y 2002.

Como se refleja en el gráfico 6, al igual en el total de empresas, la exigencia de mayorías cualificadas es la medida defensiva más utilizada por las empresas comunes, si bien en este caso se observa una gran estabilidad en el porcentaje de empresas, el cual se sitúa en torno al 66% entre 1996 y 2002, produciéndose una drástica caída hasta el 43% en el año 2003, y progresivo descenso en los siguientes años hasta alcanzar el valor mínimo del 33% en el año 2005. Esta evolución contrasta sensiblemente con la comentada en relación con el total de empresas, en el que el proceso de eliminación de esta disposición se produce de forma progresiva a lo largo de la década, si bien en ambos casos se acusa la mayor caída en el año 2003. Ello indica que las empresas que se mantienen en bolsa a lo largo de todo el período se resisten a eliminar esta disposición, mientras que en las nuevas salidas a bolsa es menos utilizada.

Distribución de las disposiciones defensivas. 1996-2005. Comunes GRÁFICO 6



En cuanto al límite al porcentaje de voto que puede emitir un accionista, en las empresas comunes los valores oscilan entre el 36% de 1996 y el 51% de los años 2001 y 2002, presentando valores ligeramente superiores al colectivo total de empresas, aunque con una evolución similar. En el año 2003 desciende al 47%, valor en el que se mantiene hasta 2005. Es de destacar que esta disposición pasa a ocupar el primer lugar en el *ranking* a partir del año 2003. El porcentaje de empresas que mantiene la exigencia de una cierta antigüedad para ocupar un puesto en el consejo o para ocupar el cargo de presidente, así como la renovación escalonada del consejo, experimentan una caída a lo largo del período, lo cual refleja una eliminación progresiva de estas disposiciones en los estatutos de las sociedades cotizadas. La diferencia más relevante entre el total de empresas y las empresas comunes se produce en el *ranking*, ya que en este caso el puesto número tres lo ocupa la renovación escalonada del consejo en lugar de la antigüedad como accionista para ser consejero. Ello refleja que las empresas que se incorporan a la bolsa incluyen en sus estatutos en mayor medida el requisito de antigüedad como accionista que las empresas comunes.

En síntesis, al igual que en los análisis anteriores, la evolución del porcentaje de empresas que utilizan las distintas disposiciones refleja en líneas generales el descenso en todas y cada una de estas a partir del año 2003, a excepción de la renovación escalonada del consejo.

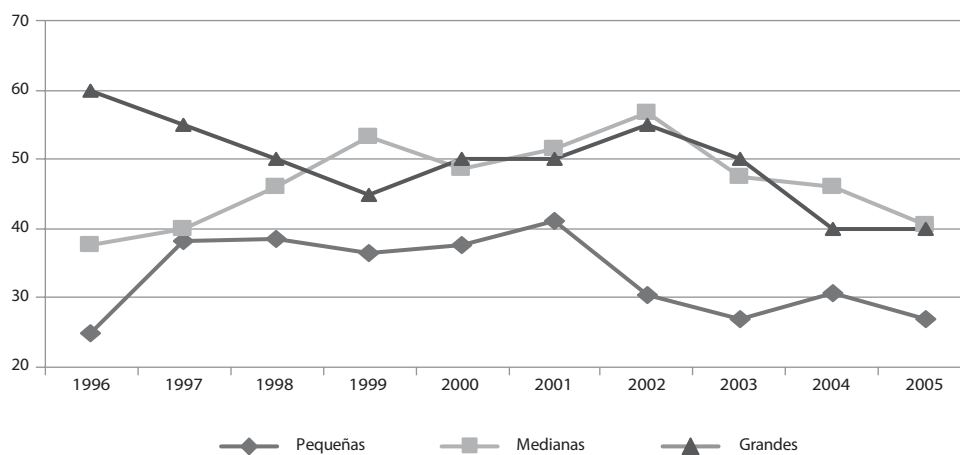
5. El blindaje corporativo. Análisis por tamaño. 1996-2005

5.1. Análisis de las empresas blindadas por tamaño

Los datos relativos a la distribución de empresas blindadas por tamaño en el período 1996-2005, se presentan en la tabla A5 del anexo, distinguiendo para el total de sociedades cotizadas y para las empresas que se mantienen en bolsa a lo largo de dicho período. Al analizar el porcentaje de empresas blindadas por tamaño para el total de sociedades cotizadas se observa que las empresas pequeñas presentan en todos los años niveles inferiores que las medianas y grandes empresas, tal como se refleja en el gráfico 7. De hecho, los porcentajes de empresas pequeñas blindadas oscilan entre el 25% y el 40%, siendo este último el valor mínimo de empresas blindadas entre las medianas y grandes, y alcanzando máximos del 56% en las medianas y del 60% en las mayores empresas.

Porcentaje de empresas blindadas por tamaño. 1996-2005. Todas

GRÁFICO 7



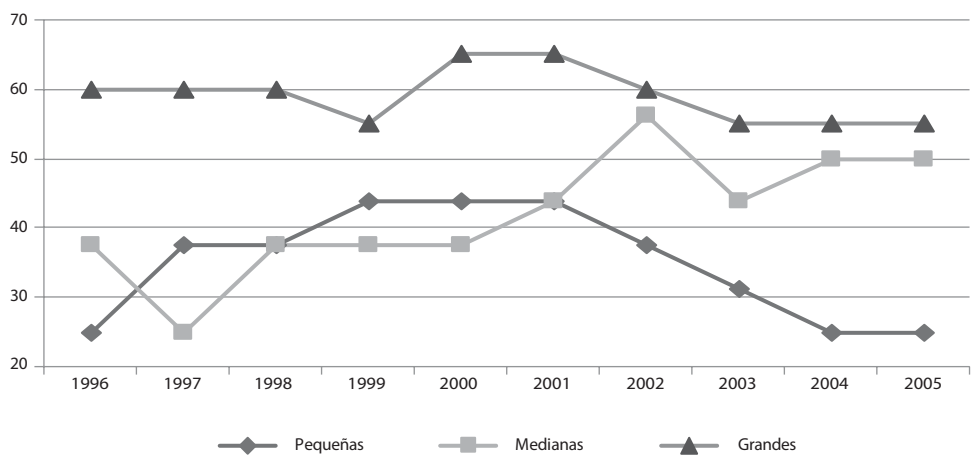
La evolución del porcentaje de empresas blindadas de menor tamaño presenta un crecimiento entre 1996 y 2001, cayendo en el año 2003 hasta el 27%. No obstante, a final del período analizado se mantiene en niveles similares a los de 1996 (26%). El porcentaje de empresas blindadas medianas aumenta del 37% en 1996 al 56% en 2002, descendiendo posteriormente hasta llegar al 40% en el año 2005, valor similar al observado al inicio del período. Por último, la evolución del porcentaje de empresas blindadas de mayor dimensión sigue a partir del año 2000 una pauta similar a las empresas medianas, con valores entre el 40% y el 50%, si bien entre 1996 y 1999 el porcentaje de empresas blindadas es muy superior en el colectivo de gran-

des empresas, llegando a alcanzar el 60% en 1996. En todo el período se sitúa por encima del 40%; siendo este el valor a finales de 2005, por lo que se produce una sensible caída desde el inicio del período. En síntesis, puede afirmarse que se evidencia una relación directa entre tamaño y porcentaje de empresas blindadas, observándose una mayor diferencia entre empresas pequeñas y el resto, y una mayor similitud entre medianas y grandes.

Cuando se analiza el porcentaje de empresas blindadas por tamaños en relación con el colectivo de empresas comunes, se observa al igual que en el total de empresas, un mayor porcentaje de empresas blindadas entre las de mayor dimensión, con valores que oscilan entre el 55% y el 65%, con un cierto descenso en 2003 (ver gráfico 8). No obstante, este colectivo mantiene un 55% de empresas blindadas a finales del año 2005.

Empresas blindadas por tamaño. 1996-2005. Comunes

GRÁFICO 8



Sin embargo, a diferencia del análisis efectuado para el total de empresas, en las empresas comunes los porcentajes de empresas blindadas de mediano tamaño se encuentran más próximos a los de las empresas pequeñas en el período 1996-2001, si bien a partir del año 2002 se acercan a los valores de las grandes sociedades. Entre 2002 y 2005 se observa una convergencia en el porcentaje de empresas blindadas medianas y grandes hacia valores cercanos al 55%. Por último, en las empresas pequeñas el porcentaje de empresas blindadas oscila entre el 25% y el 43%; después de ciertas oscilaciones, a finales de 2005 se mantiene en el mismo valor observado al inicio del período, el 25%.

En resumen, en el año 2005, para las empresas medianas y grandes, los porcentajes de empresas blindadas son superiores en las empresas comunes que en el total de empresas, lo cual indica que las medianas y grandes empresas que se incorporan a la bolsa no suelen estar blindadas. No obstante, las empresas pequeñas presentan un porcentaje ligeramente superior en el total de empresas, lo que refleja que las incorporaciones de pequeñas empresas a bolsa incluyen medidas defensivas en sus estatutos sociales. Como conclusión del análisis sobre empresas blindadas y tamaño, se puede afirmar que si bien se encuentran más empresas blindadas entre las medianas y grandes que en las pequeñas sociedades cotizadas, entre las

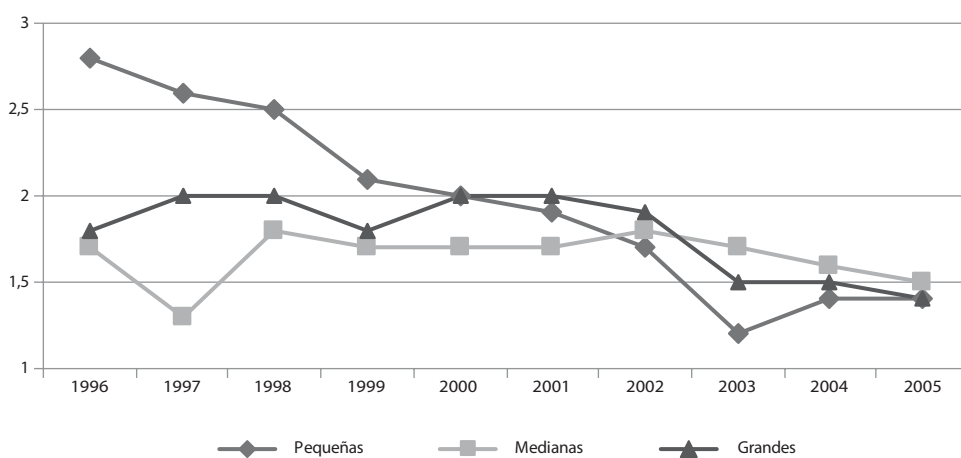
nuevas empresas que salen a bolsa, son las más pequeñas las que se blindan en mayor medida.

5.2. Análisis del índice de blindaje por tamaño

Los estadísticos del índice de blindaje por tamaño se presentan en la tabla A6 del anexo. Para el conjunto total de empresas, como puede observarse en el gráfico 9, se observa un proceso de convergencia que se inicia en el año 1999, situándose el índice medio de los distintos tamaños en torno a 1,4 a finales de 2005. Esta convergencia se produce por el descenso experimentado en el valor medio del índice de blindaje en todos los tamaños, si bien esta caída es más acusada en el colectivo de empresas pequeñas, el cual reduce a la mitad el valor medio del índice; teniendo lugar la mayor caída del índice en el año 2003. Por su parte, las empresas medianas mantienen un valor medio del índice de blindaje muy estable (entre 1,6 y 1,7) con la única excepción del año 1997; además la caída observada en el año 2003 es la más suave de los tres colectivos. A final del período, las empresas medianas son las que presentan un mayor valor medio de blindaje, ligeramente superior al resto (1,5). Por último, las grandes empresas aumentan ligeramente el valor medio del índice entre 1996 y 1998, desciende y se estabiliza en 1,8 hasta 2002 terminando en 1,4 a final de la década.

Índice de blindaje por tamaño. 1996-2005. Valores medios sobre empresas blindadas. Todas

GRÁFICO 9

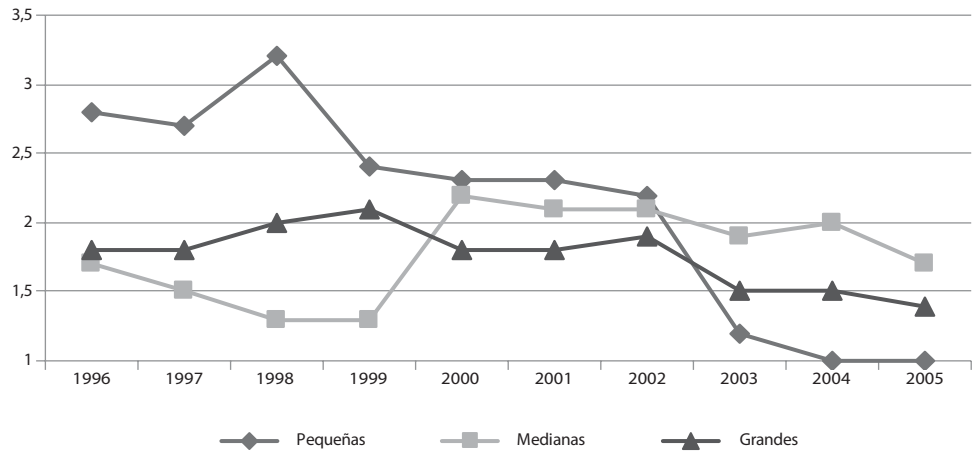


Cuando se efectúa el análisis para el conjunto de empresas comunes se observa una mayor disparidad del índice de blindaje entre los distintos tamaños (ver gráfico 10 y tabla A6 del anexo). Así, las empresas pequeñas llegan a alcanzar un valor medio del índice de 3,2 en 1998 (máximo observado en la década), y sin embargo su evolución es la que mayor descenso experimenta, siendo el colectivo con menor blindaje en el año 2005 en el que se reduce a 1. Las empresas medianas presentan un crecimiento en el nivel medio del índice entre 1996 y 2001, para retornar en el año 2005, después de ciertas oscilaciones, al nivel inicial de 1,7. En este caso destaca el importante aumento observado en el año 2000, situándose en 2,2, siendo el colectivo con mayor índice de blindaje a partir de 2003. Por último, las grandes empresas

presentan una pauta estable, con un cierto incremento entre 1996 y 1999; para situarse después de leves variaciones en 1,4 a final del período analizado.

Índice de blindaje por tamaño. 1996-2005. Valores medios sobre empresas blindadas. Comunes

GRÁFICO 10



En síntesis, tanto para el total de empresas como para las empresas comunes, son las empresas pequeñas las que más han contribuido a la reducción del blindaje corporativo en la bolsa española, mientras que las medianas y grandes empresas, si bien reducen sus niveles de blindaje, lo hacen en menor medida. Por otra parte, se detecta que en líneas generales, las empresas comunes, en todos los tamaños, presentan niveles medios de blindaje superior al del total de empresas, lo cual indica que las empresas que se mantienen en bolsa están más blindadas que las nuevas incorporaciones.

5.3. Análisis de las disposiciones defensivas por tamaño

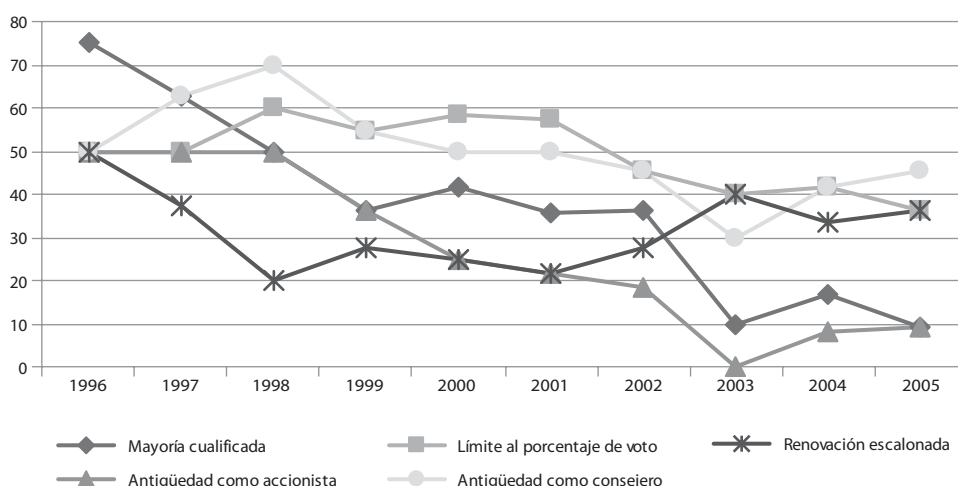
La distribución por tamaños de las disposiciones estatutarias defensivas utilizadas por las sociedades cotizadas entre 1996 y 2005, se presenta en las tablas A7 y A8 del anexo para el total de empresas y las empresas comunes, respectivamente.

En relación con el total de empresas, como se aprecia en el gráfico 11, la disposición defensiva más utilizada por las pequeñas empresas es la antigüedad como consejero en el período 1996-1999, mientras que entre 2000 y 2004 es el límite al porcentaje de voto, si bien en el año 2005 la antigüedad como consejero recupera el primer lugar en el *ranking*. Por otra parte, se detecta un descenso generalizado en todas las disposiciones entre 1996 y 2005, si bien en la renovación escalonada del consejo se observa un punto de inflexión en el año 2001, a partir del cual aumenta, aunque a finales del período se sitúa por debajo del valor de 1996, al igual que las restantes disposiciones.

Es de señalar que si en 1996 todas las disposiciones eran utilizadas por al menos el 50% de las empresas pequeñas, en el año 2005 todas se encuentran por debajo del citado porcentaje. Las disposiciones más afectadas por el descenso son la mayoría

**Distribución disposiciones defensivas empresas pequeñas.
1996-2005. Todas**

GRÁFICO 11

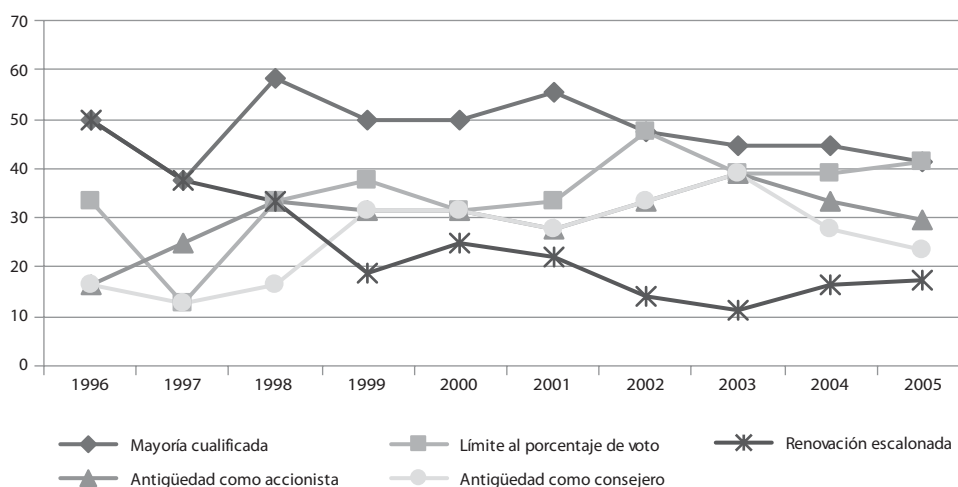


cualificada y la antigüedad como accionista para ser consejero, las cuales son utilizadas por menos del 10% de las pequeñas empresas cotizadas. Se detecta asimismo que en el año 2003 es en el que se producen las principales caídas en el porcentaje de utilización de las distintas medidas defensivas, llegando a anularse completamente el requisito de antigüedad como accionista para ser consejero. La única disposición que aumenta el porcentaje de utilización, y además de forma significativa, es la renovación escalonada del consejo.

Continuando con el conjunto de todas las empresas, y en relación con el colectivo de empresas medianas (ver gráfico 12 y tabla A7 del anexo), se observa una cierta estabilidad en el porcentaje de empresas que utilizan las diferentes disposiciones defensivas a lo largo de la década analizada, observándose una pauta muy diferente a la comentada en relación con las empresas pequeñas.

**Distribución disposiciones defensivas empresas medianas.
1996-2005. Todas**

GRÁFICO 12

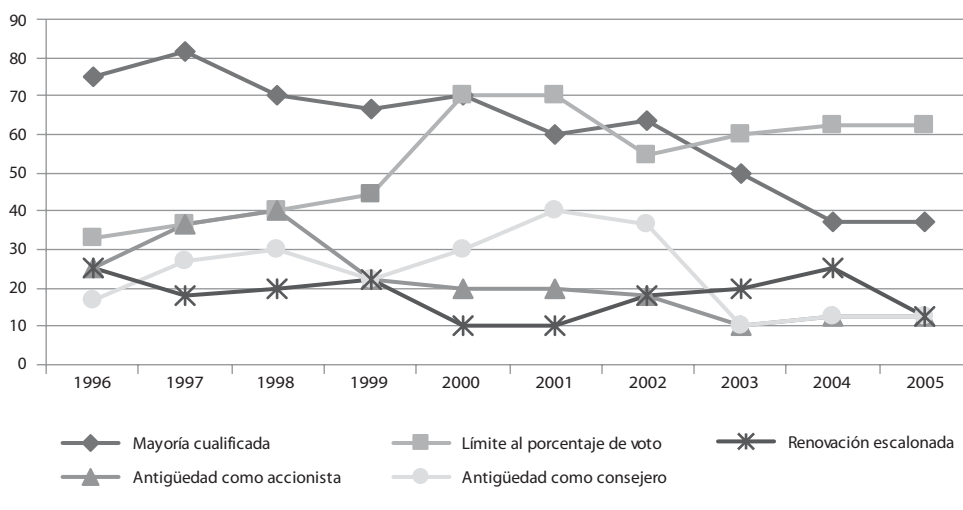


Así, la mayoría cualificada es en todos los años la medida defensiva más utilizada por las empresas medianas, seguida por el límite al porcentaje de voto. Ambas disposiciones, si bien parten de niveles muy diferentes en 1996, coinciden en el porcentaje de empresas a finales de 2005 (un 41,2%); habiendo perdido peso la primera (un 50% en 1996) en favor de la segunda (un 33,3% en 1996). Otras disposiciones que experimentan un aumento en el grado de utilización son la exigencia de antigüedad para ser consejero y presidente, las cuales pasan de un 16% en 1996 a un 29% y un 23%, respectivamente en 2005. Por último, la renovación escalonada del consejo, reduce considerablemente su importancia a lo largo del periodo, siendo la menos utilizada por las medianas empresas a partir del año 1999. En general, el porcentaje de empresas medianas que utilizan disposiciones defensivas aumenta en tres de las cinco analizadas, entre principio y final del período.

En relación con las grandes empresas (ver gráfico 13 y tabla A7 del anexo), se detecta una mayor disparidad en las diferentes medidas defensivas. Las dos disposiciones más utilizadas por las grandes empresas son la mayoría cualificada y el límite al porcentaje de voto que puede emitir un accionista, las cuales experimentan una evolución inversa, con un importante descenso de la primera (al pasar de un 75% en 1996 a un 37,5% en el año 2005) y un aumento en la ponderación de la segunda (de un 33,3% a principios del período a un 62,5% a finales); situándose el límite al porcentaje de voto en el primer lugar del *ranking* en el año 2005.

Distribución disposiciones defensivas empresas grandes. 1996-2005. Todas

GRÁFICO 13



Asimismo, la exigencia de antigüedad como accionista y consejero para ocupar el puesto de presidente del consejo, experimentan una relación opuesta hasta 2003, a partir del cual se igualan. Así, entre 1996 y 1998 la antigüedad como accionista supera a la antigüedad como consejero en el porcentaje de empresas que adoptan estas medidas, en el año 1999 coinciden y entre 2000 y 2002 se invierte la tendencia situándose muy por encima el porcentaje de empresas que incluyen entre sus medidas defensivas el requisito de una cierta antigüedad como consejero para ser presidente. En 2003 se produce un importante descenso en el recurso a ambas disposiciones reduciéndose hasta el 10%, para posteriormente recuperar-

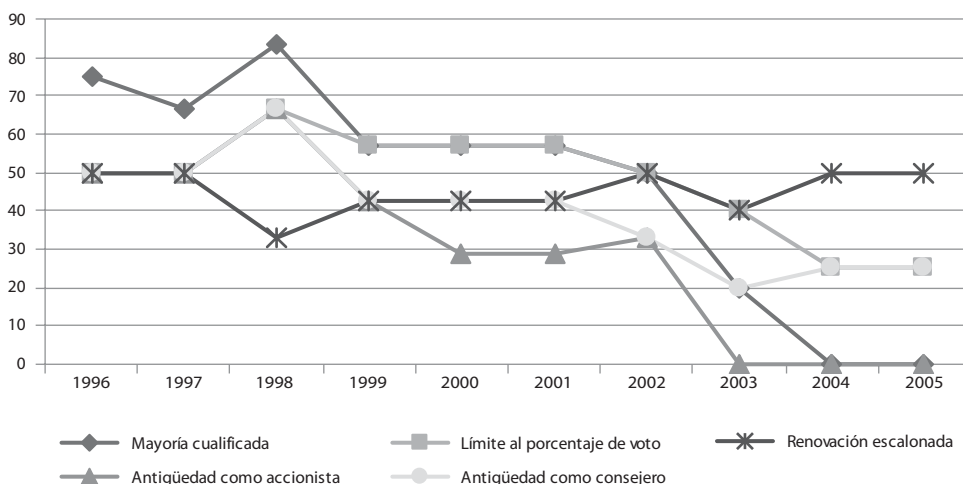
se ligeramente y mantenerse en un escaso 12,5% hasta el final del período. Por último, la renovación escalonada del consejo es la disposición menos utilizada entre 1997 y 2002, recuperando el nivel de partida (un 25%) en el año 2004, si bien desciende de nuevo situándose al igual que las dos disposiciones relativas a la antigüedad, en el 12,5% en el año 2005. No obstante, es de destacar que la renovación escalonada del consejo es, junto con el límite al porcentaje de voto que puede emitir un accionista, las únicas medidas defensivas que aumentan su peso en el año 2003.

En síntesis, la medida más utilizada en el año 2005 por las pequeñas empresas es la antigüedad como consejero seguida de la renovación escalonada del consejo y al mismo nivel por el límite al porcentaje de voto, mientras que en las medianas y grandes empresas las dos primeras medidas son la exigencia de mayorías cualificadas y el límite al porcentaje de voto. Ello indica que en las empresas pequeñas el blindaje afecta tanto a la adopción de acuerdos como a la composición del consejo de administración, mientras que las medianas y grandes empresas centran el blindaje en limitaciones relacionadas con la adopción de acuerdos en las juntas de accionistas. Por otra parte, se puede concluir que el límite al porcentaje de voto es una de las medidas más utilizadas por todas las empresas, independientemente de su tamaño, si bien de forma más acentuada en las mayores sociedades cotizadas.

En cuanto a las empresas comunes, como se aprecia en el gráfico 14 (ver tabla A8 del anexo), se produce una disminución generalizada entre las más pequeñas, con algunos repuntes en el año 1998, en la utilización de todas las disposiciones, más acusada a partir del año 2003.

Distribución disposiciones defensivas empresas pequeñas. 1996-2005. Comunes

GRÁFICO 14



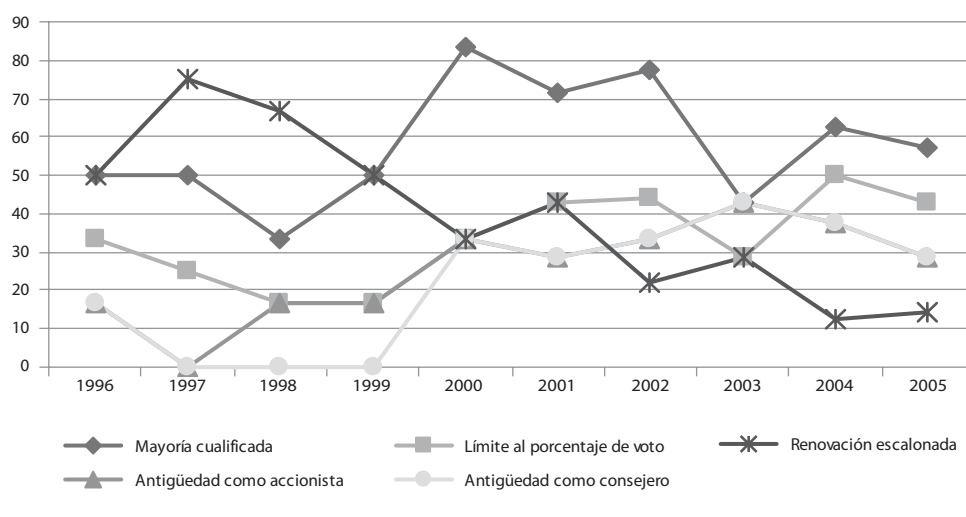
Es de destacar el hecho de que disposiciones tan utilizadas en 1996 como son la exigencia de mayorías cualificadas para adoptar determinados acuerdos, que alcanza el 75%, o la antigüedad como accionista para ser consejero (al menos un 50% en todos los años), dejan de ser utilizadas en los últimos años analizados. A partir de 2003, la medida que más pondera es la renovación escalonada del consejo, seguida del lími-

te al porcentaje de voto que puede emitir un accionista y de la antigüedad como consejero para ocupar el puesto de presidente. Así, las empresas pequeñas reducen cualitativamente sus disposiciones defensivas a partir de 2003, concentrando el blindaje corporativo en las tres disposiciones citadas.

Entre las empresas que cotizan en bolsa durante toda la década (comunes), son las de mediano tamaño las que utilizan en mayor medida todas las disposiciones defensivas, siendo las únicas que aumentan de forma generalizada su blindaje en el año 2003, observándose porcentajes superiores en 2005 con respecto al año 1996 en todas las medidas, con la única excepción de renovación escalonada del consejo; lo cual difiere sustancialmente de las empresas pequeñas, así como de las grandes (ver gráfico 15 y datos en tabla A8 del anexo). Además, los porcentajes de utilización de las disposiciones defensivas son superiores en las empresas medianas a los restantes colectivos, a excepción de la renovación escalonada del consejo, única medida que pierde peso. Por orden de importancia, al final de la década analizada, es la mayoría cualificada la más utilizada seguida del límite al porcentaje de voto y en tercer lugar por la antigüedad en sus dos vertientes.

Distribución disposiciones defensivas empresas medianas. 1996-2005. Comunes

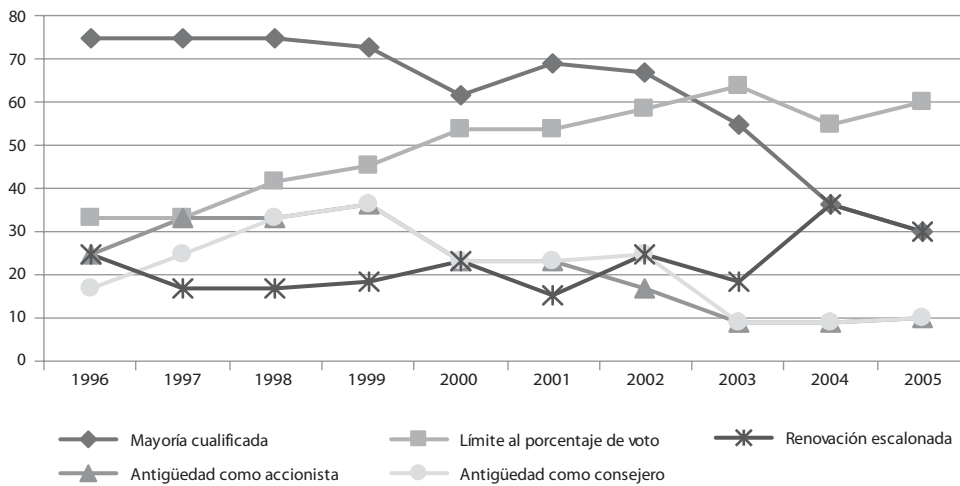
GRÁFICO 15



Por último, en relación con las grandes empresas cotizadas en todo el período (ver gráfico 16 y tabla A8 del anexo), se observa una reducción en el grado de utilización de las distintas disposiciones, a excepción del límite al porcentaje de voto, el cual parte de un 33% en 1996 y alcanza el 60% en el año 2005 y de la renovación escalonada en la que se produce un ligero aumento del 25% a 30%, en el mismo período. La reducción más acusada se detecta en la exigencia de mayorías cualificadas para adoptar determinados acuerdos, que pasa de adoptar valores por encima del 60% hasta 2002, descendiendo en el año 2003 hasta situarse en el 30% en 2005. Por otra parte, se detecta un descenso generalizado en la utilización de todas las disposiciones en el año 2003, a excepción del límite al porcentaje de voto, única que experimenta un aumento en dicho año, así como la renovación escalonada del consejo que aumenta notablemente de 2003 a 2004, pasando de un 18,2% a un 36,4%.

**Distribución disposiciones defensivas empresas grandes.
1996-2005. Comunes**

GRÁFICO 16



En resumen, el análisis cualitativo de las disposiciones estatutarias defensivas por tamaños refleja que existen diferencias en la utilización de las distintas medidas en función de la dimensión de la empresa. Por otra parte es de señalar que, salvo algunas excepciones, los porcentajes de utilización de las distintas disposiciones son superiores en todos los tamaños en las empresas comunes en relación con el total de empresas. Ello indica nuevamente que las empresas que cotizan en bolsa en todo el período mantienen las disposiciones defensivas en sus estatutos, siendo las nuevas incorporaciones a bolsa las que las utilizan en menor medida.

6. El blindaje corporativo. Análisis sectorial. 1996-2005

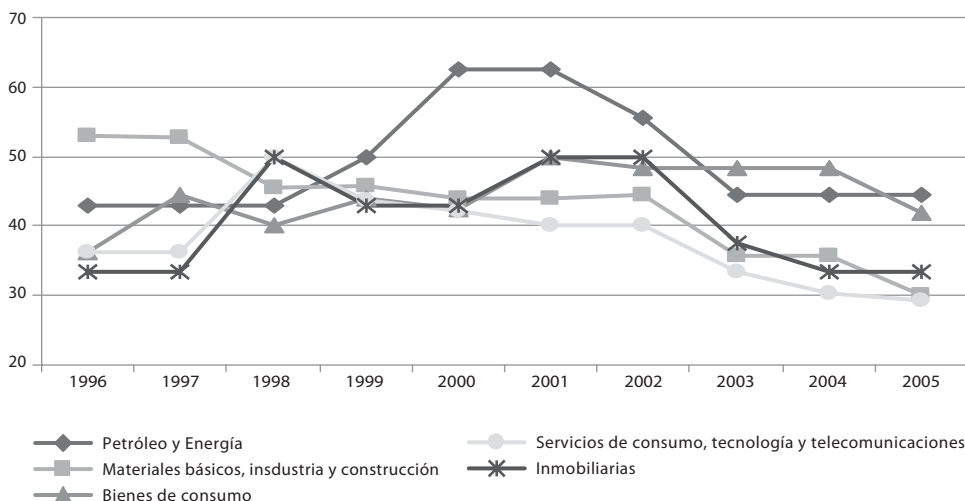
El análisis sectorial del blindaje en la bolsa española se realiza distinguiendo los cinco sectores en los que se han clasificado las empresas, cuya distribución se refleja en la tabla 3. La relación de empresas así como la adscripción sectorial puede consultarse en el cuadro A1 del anexo.

6.1. Análisis sectorial de las empresas blindadas

El porcentaje de empresas blindadas experimenta un aumento en todos los sectores, en el período 1996-2001, con la excepción de Materiales básicos, Industria y Construcción, siendo éste el sector con mayor porcentaje de empresas blindadas al inicio del periodo objeto de estudio (ver gráfico 17 y tabla A9 del anexo). En 2002 la mayor parte de los sectores mantiene el porcentaje de empresas blindadas, detectándose un descenso a partir del año 2003, e incluso en algunos casos dicha caída comienza en el año 2002.

Distribución sectorial de las empresas blindadas. 1996-2005. Todas

GRÁFICO 17

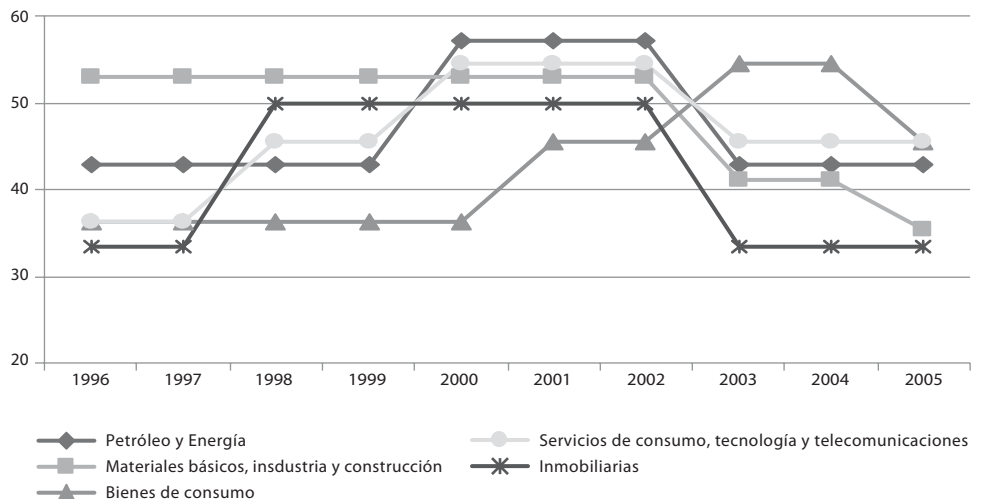


Con relación al inicio de período, a finales de 2005 algunos de los sectores aumentan el porcentaje de empresas blindadas (caso de Petróleo y Energía y Bienes de consumo), otros experimentan un descenso (Materiales básicos, Industria y Construcción), y por último el sector de Inmobiliarias se mantiene en el valor de 1996. En todos los casos el porcentaje de empresas blindadas a final de 2005 se sitúa en valo-

res superiores o iguales al 30%, siendo los sectores Petróleo y Energía y el de Bienes de consumo los que cuentan con los mayores porcentajes de empresas blindadas, con valores superiores al 40%.

Con respecto a las empresas cotizadas a lo largo de toda la década, como puede observarse en el gráfico 18 (ver datos empresas comunes en tabla A9 del anexo), los porcentajes de empresas blindadas son muy estables entre 1996 y 2002, con algunos repuntes tales como los de los sectores Inmobiliario en 1997, Petróleo y Energía en 1999, o Bienes de consumo en el año 2000. En 2003 se produce una drástica reducción en el porcentaje de empresas blindadas en todos los sectores, con la única excepción del sector de Bienes de consumo. En el año 2005 todas las actividades económicas presentan porcentajes inferiores o iguales a los correspondientes al año 1996, a excepción del ya citado Bienes de consumo; situándose entre el 33% del sector Inmobiliarias y el 45% de los sectores relacionados con el consumo (Bienes de consumo y Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones).

Distribución sectorial de las empresas blindadas. 1996-2005. Comunes GRÁFICO 18



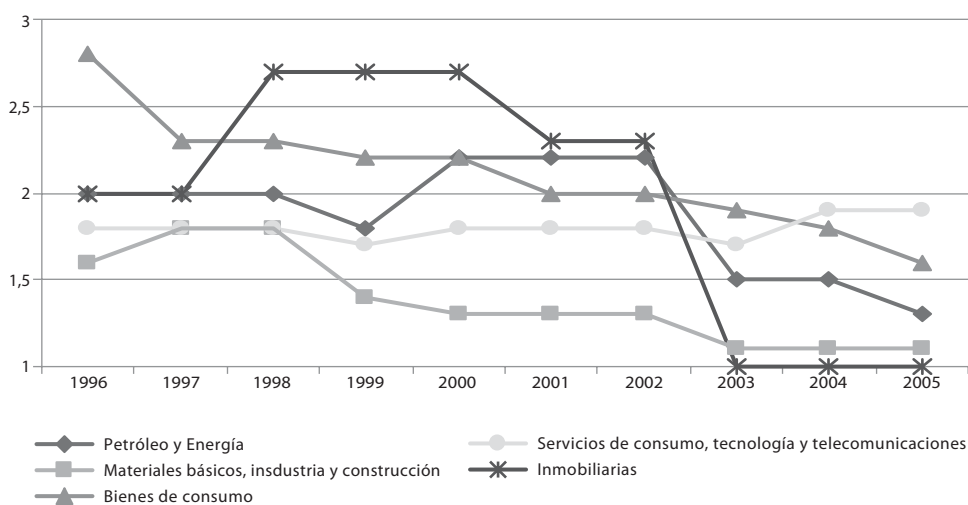
El análisis efectuado permite extraer dos conclusiones fundamentales. En primer lugar, se observa, hasta el año 2002, una tendencia creciente de empresas blindadas en los distintos sectores, la cual se invierte a partir del año 2003. En segundo lugar, se observan diferencias en la incidencia del blindaje en los distintos sectores, más acusadas hasta el año 2002, si bien estas diferencias se acortan a partir de 2003. Es de destacar que en algunos sectores se reduce la importancia de las empresas blindadas, mientras que en otros se potencia, por lo que el análisis sectorial permite revelar aspectos latentes en el estudio del blindaje corporativo considerando el conjunto total de empresas. Por último, el efecto de la incorporación de nuevas empresas a la bolsa en el blindaje sectorial difiere en función del período, ya que entre 1996 y 2002 se observa una evolución estable en las empresas comunes y creciente en el total de empresas de los distintos sectores, si bien a partir de 2003 en ambos casos la tendencia es decreciente, y los porcentajes de empresas blindadas son muy similares en ambos colectivos.

6.2. Análisis del índice de blindaje por sectores

La evolución del índice de blindaje para cada uno de los sectores analizados en relación con el total de empresas que cotizan en cada sector en la década 1996-2005 se representa en el gráfico 19, en el que se puede observar un descenso en el valor medio del índice en todos los casos, a excepción del sector Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones (ver datos en tabla A10 del anexo). Dicho descenso es más acusado en el año 2003 en los sectores Petróleo y Energía; Bienes de consumo e Inmobiliarias.

Índice de blindaje por sectores. 1996-2005. Valores medios sobre empresas blindadas. Todas

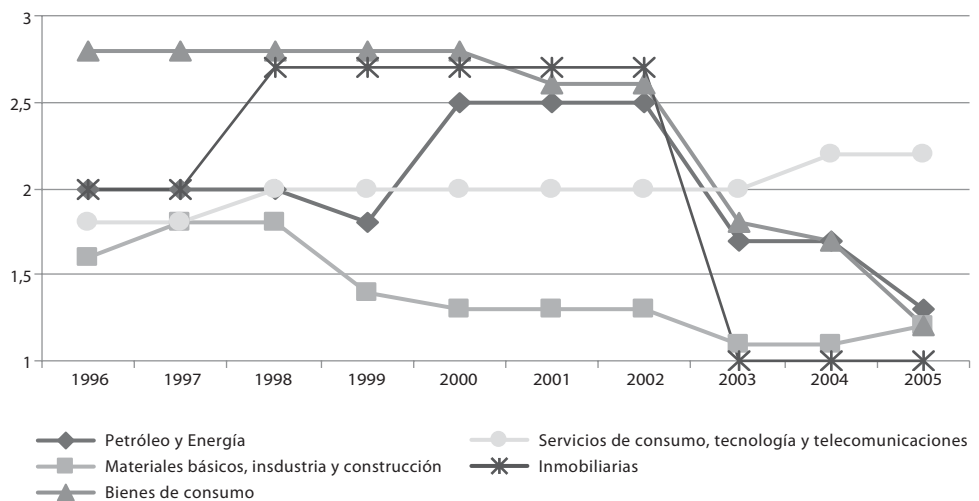
GRÁFICO 19



Concretamente en el sector de Bienes de consumo el índice se reduce desde el 2,8 en 1996 hasta 1,2 en 2005; y en las Inmobiliarias pasa de 2 a 1 en el mismo período. En el año 2005 se observan diferencias en el nivel medio de blindaje de los distintos sectores, siendo el sector más blindado es Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones, seguido de Bienes de consumo. Destaca asimismo, el sector Inmobiliario por pasar de ser uno de los más blindados en el período 1996-2002, al menos blindado a partir del año 2003. Es en este sector, junto con Petróleo y Energía, en los que más se acusa el efecto de la normativa sobre transparencia que entra en vigor en 2003.

En relación con las empresas comunes, como se refleja en el gráfico 20, se observa una evolución del índice de blindaje medio por sectores, más lineal, lo que refleja un cierto mantenimiento del blindaje corporativo en la mayoría de las empresas que permanecen en la bolsa en todo el período (ver tabla A11 del anexo). No obstante, se observa un descenso más acentuado en el valor medio del índice en los sectores Petróleo y Energía, Bienes de consumo e Inmobiliarias. Al igual que en el total de empresas, es el sector de Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones el único que aumenta el blindaje en los años 2004 y 2005.

Por último, se observa que los valores medios del índice de blindaje son, en líneas generales, y para todos los sectores, superiores en las empresas comunes que en el



conjunto total de empresas, lo que evidencia de nuevo un mayor nivel de blindaje de las empresas que se mantienen en bolsa y un menor blindaje de las nuevas incorporaciones.

6.3. Análisis sectorial de las disposiciones defensivas

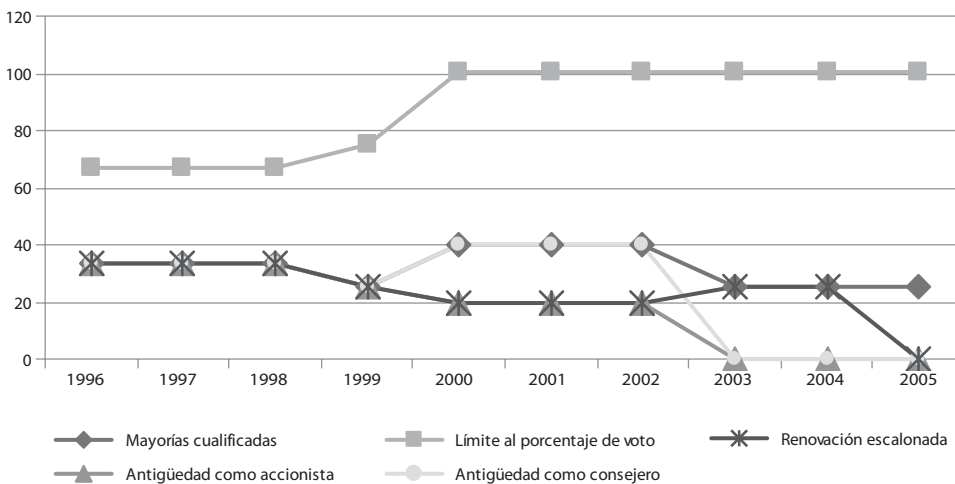
Petróleo y Energía

La disposición más utilizada en todo el período en el sector de Petróleo y Energía, en relación al conjunto total de empresas es el límite al porcentaje de voto que puede emitir un accionista, como se refleja en el gráfico 21 (ver datos en tabla A11 del anexo). En el período 1996-1998 se produce una distribución muy homogénea y constante de la utilización de las distintas disposiciones en este sector, siendo adoptadas por un tercio de las empresas, con un predominio del límite al porcentaje de voto, la cual figura en los estatutos sociales de dos tercios de las empresas de este sector.

En 1999 la entrada de una nueva empresa hace que los porcentajes se reduzcan en todas las medidas de forma proporcional, pasando del 33,3% al 25%; excepto el límite al porcentaje de voto que aumenta hasta el 75%. En el período 2000-2002 se observa de nuevo una estabilidad en la utilización de las medidas defensivas en el sector de Petróleo y Energía. En estos años se detecta un aumento en el peso del límite al porcentaje de voto, única disposición utilizada por la totalidad de empresas a partir de 2002 y hasta final de la década. Además, aumentan su peso al 40% la exigencia de mayorías cualificadas y la antigüedad como accionista. A partir del año 2003, se produce una concentración del blindaje corporativo en tres de las cinco disposiciones analizadas, eliminando los requisitos de antigüedad. Este sector se caracteriza por la drástica concentración del blindaje corporativo en el año 2005 en dos únicas disposiciones: límite al porcentaje de voto (100%) y mayoría cualificada, por el 25%.

**Distribución disposiciones defensivas Petróleo y Energía.
1996-2005. Todas**

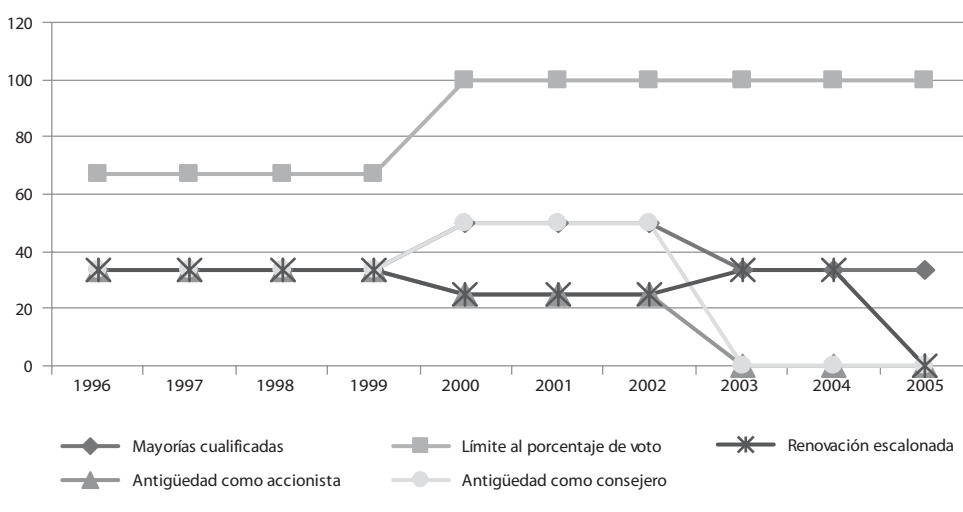
GRÁFICO 21



Al efectuar el análisis en relación con las empresas comunes es de señalar, en primer lugar, que en el sector de Petróleo y Energía el número total de empresas se mantiene muy estable en el período objeto de estudio. Así, como se aprecia en el gráfico 22 (ver datos en tabla A12 del anexo) entre 1996 y 1999 las empresas mantienen totalmente inalteradas sus estructuras defensivas, con un predominio del límite al porcentaje de voto con un 66,6% y el resto de las medidas con un 33,3%. En el período 2000-2002 se produce una redistribución en el peso de las distintas disposiciones, potenciándose el límite al porcentaje de voto, utilizado por la totalidad de las empresas comunes a partir del año 2000, las mayorías cualificadas y la exigencia de antigüedad como accionista, que utiliza la mitad de las empresas de este sector, y descendiendo el nivel de utilización de las restantes. Por último, a partir del año 2003, al igual que se comentó en relación con el colectivo total de empresas, se observa una concentración del blindaje corporativo en tres de las medidas (años 2003 y 2004) y en dos, límite al porcentaje de voto (100% de las empresas) y exi-

**Distribución disposiciones defensivas Petróleo y Energía.
1996-2005. Comunes**

GRÁFICO 22



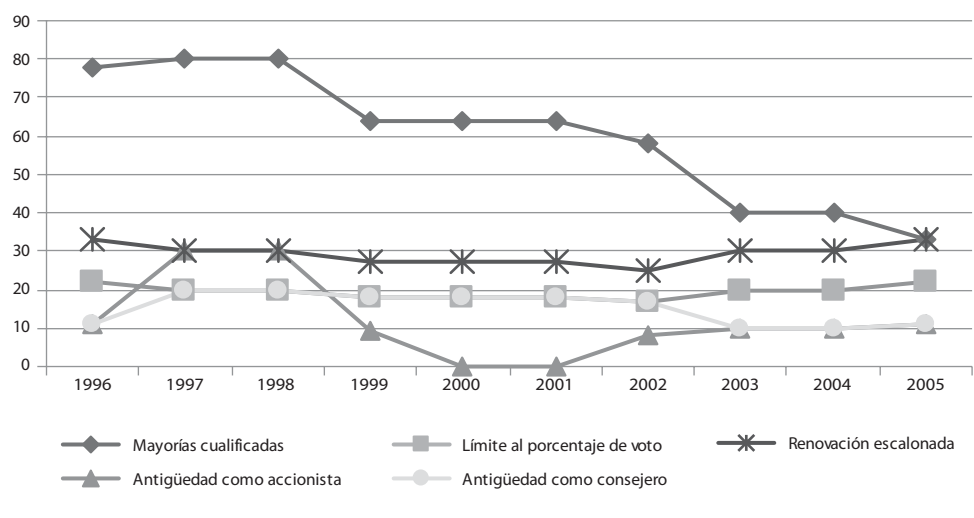
gencia de mayorías calificadas para la adopción de acuerdos (33,33%) en el año 2005.

En síntesis, comparando la distribución y evolución de las disposiciones defensivas utilizadas por las empresas del sector Petróleo y Energía en el total de empresas en relación con las empresas comunes se observa en primer lugar una lógica equivalencia en el período 1996-1999, al no haberse producido ninguna incorporación en estos años. En segundo lugar, a partir del año 2000 la evolución de ambos colectivos es idéntica en cuanto al límite al porcentaje de voto, que como se ha comentado es la única medida adoptada por la totalidad de empresas de este sector. Por último, en las restantes disposiciones se observa una evolución muy similar con un desplazamiento paralelo a partir del año 2000, situándose los porcentajes de las empresas comunes por encima del conjunto total de empresas del sector. Así mismo, se produce una concentración del blindaje corporativo al final del período analizado en el límite al porcentaje de voto y la mayoría calificada, ambas disposiciones relacionadas con la adopción de acuerdos en las juntas generales de accionistas, habiéndose eliminado completamente el blindaje relativo a la composición del consejo de administración.

Materiales básicos, Industria y Construcción

Comenzando por el colectivo total de empresas, tal como se refleja en el gráfico 23, la exigencia de mayorías calificadas para adoptar determinados acuerdos es la disposición más utilizada por las empresas de este sector a lo largo de los años objeto de estudio, si bien experimenta un notable descenso a lo largo del período, pasando de un 80% en 1997 a un 33,3% en el año 2005 (ver datos en tabla A12 del anexo). Le sigue en importancia la renovación escalonada del consejo, que si bien descien- de hasta el año 2002, aumenta a partir del año 2003, recuperando a final de la década el 33,3% inicial.

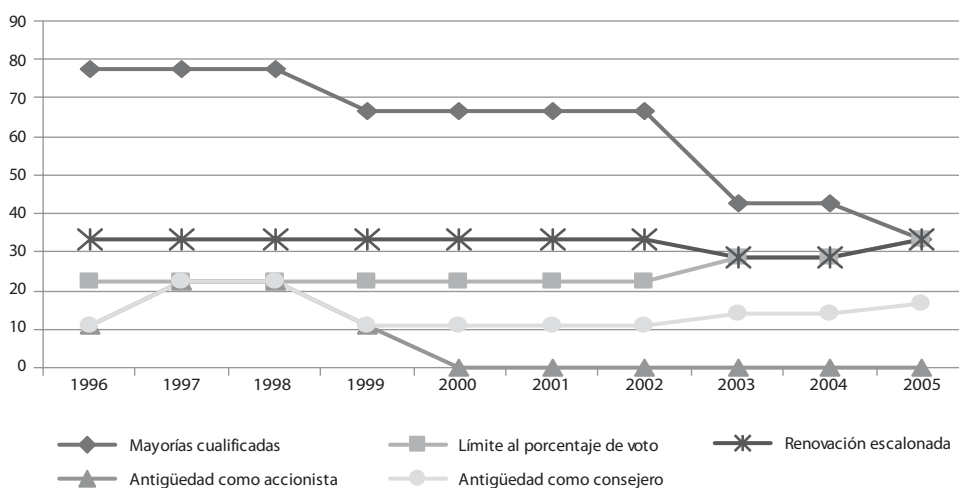
Distribución disposiciones defensivas Materiales Básicos, Industria y Construcción. 1996-2005. Todas GRÁFICO 23



El límite al porcentaje de voto y la exigencia de una cierta antigüedad como consejero para ocupar el cargo de presidente del consejo, mantienen idénticos porcentajes entre 1997 y 2002, año este en el que ambas disposiciones figuran en los estatutos del 16,6% de las empresas. A partir de 2003 la antigüedad como consejero continúa la senda descendente situándose en el 11% en el año 2005, mientras que el límite al porcentaje de voto recupera el 22% con el que inicia la década. Por último, la antigüedad como accionista sigue una pauta errática en el periodo analizado, oscilando entre un máximo del 30% en 1997 y 1998, y un mínimo de 0% en 2000-2001, si bien en 2005 se sitúa en el mismo porcentaje de partida (un 11%). Es de destacar que, con la única excepción de la reducción ya comentada de la mayoría cualificada, las restantes disposiciones mantienen exactamente los mismos porcentajes en 2005 que en el año 1996, a pesar de que en este caso el número de empresas cotizadas a final de la década se aproxima al doble de la cifra inicial. También es de resaltar el hecho de que el sector de Materiales básicos, Industria y Construcción es de los pocos en que los porcentajes de utilización de las distintas medidas defensivas no descienden en el año 2003, concretamente en dicho año se producen incrementos en el peso de tres de las cinco disposiciones analizadas.

En cuanto al colectivo de empresas comunes en el sector de Materiales básicos, Industria y Construcción, la distribución de las disposiciones defensivas, así como su evolución a lo largo de los años objeto de estudio, es prácticamente igual a la comentada respecto al total de empresas, tal como se refleja en el gráfico 24 (ver datos en tabla A13 del anexo). La principal diferencia se produce en la exigencia de antigüedad como accionista para ser nombrado consejero, la cual deja de ser utilizada como medida defensiva por las empresas cotizadas de este sector desde 2000 hasta 2005.

Distribución disposiciones defensivas. Materiales Básicos, Industria y Construcción. 1996-2005. Comunes GRÁFICO 24



En resumen, las empresas cotizadas pertenecientes al sector de Materiales básicos, Industria y Construcción mantienen en el año 2005 un blindaje corporativo caracterizado por la utilización de todas las disposiciones analizadas, si bien con un cierto predominio de la exigencia de mayorías cualificadas para la adopción de deter-

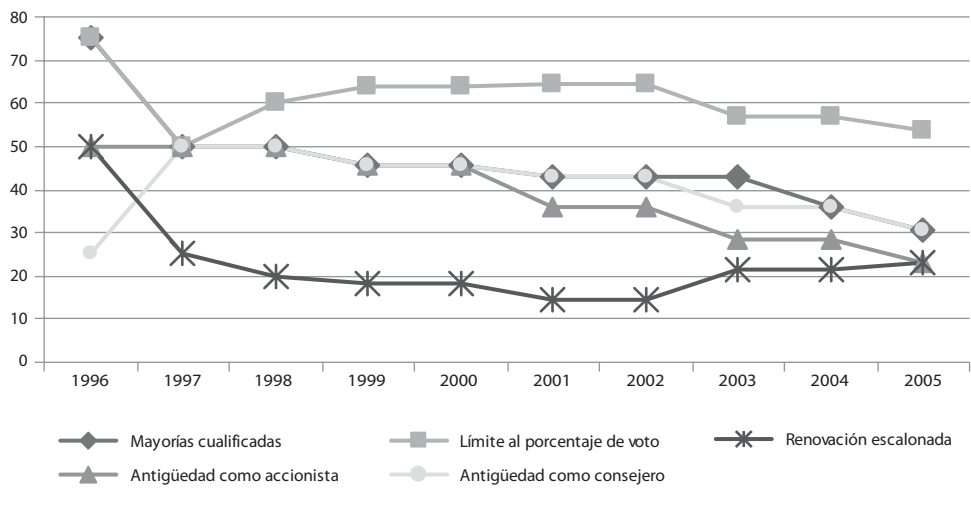
minados acuerdos y la renovación escalonada del consejo, así como del límite al porcentaje de voto que puede emitir un accionista. Por último, es de destacar que no se observan diferencias notables entre todas las empresas y el colectivo de empresas comunes, por lo que se puede afirmar que en este sector las sociedades que se incorporan a bolsa a lo largo del periodo analizado siguen unas pautas de blindaje similares a las que se mantienen en la bolsa desde el inicio de la década.

Bienes de consumo

El tercero de los sectores analizados, Bienes de consumo, presenta como principal medida defensiva, en el total de empresas cotizadas, el límite al porcentaje de voto que puede emitir un accionista, situándose por encima de 50 el porcentaje de empresas que cuentan con esta medida en sus estatutos en todos los años analizados (ver gráfico 25 y datos en tabla A12 del anexo).

Distribución disposiciones defensivas. Bienes de consumo. 1996-2005. Todas

GRÁFICO 25



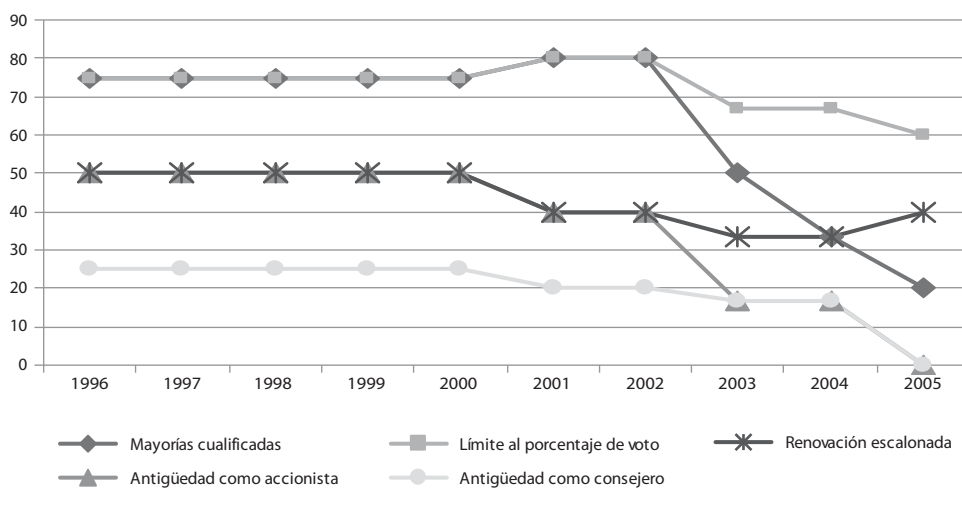
A partir de 1997 y hasta el año 2000, la exigencia de mayorías cualificadas, y la exigencia de antigüedad para ser consejero así como para ocupar el puesto de presidente del consejo se mantienen en torno al 50%. En el 2002 se observa un descenso en la práctica totalidad de las disposiciones, que se acentúa a partir del año 2003. En relación con el inicio de la década analizada, es de destacar que en el año 2005 todas las disposiciones han perdido importancia, si bien siguen siendo utilizadas por un porcentaje de las empresas relativamente elevado. Así, a final del periodo se observa un predominio del límite al porcentaje de voto (con un 53%), seguido a cierta distancia por la exigencia de mayoría cualificada y la antigüedad como consejero (30,7%), situándose en tercer, y último lugar, la antigüedad como accionista y la renovación escalonada del consejo, ambas disposiciones utilizadas por un 23% de las empresas en el año 2005.

En cuanto al conjunto de sociedades que cotizan desde 1996, el gráfico 26 refleja una pauta muy estable en la estructura del blindaje corporativo de las empresas per-

tenecientes al sector de Bienes de consumo, observándose los niveles más elevados en los porcentajes de utilización de las distintas disposiciones defensivas (ver datos de empresas comunes en tabla A13 del anexo).

Distribución disposiciones defensivas. Bienes de consumo. 1996-2005. Comunes

GRÁFICO 26



Así, en el periodo 1996-2000 la exigencia de mayorías cualificadas para adoptar determinados acuerdos se encuentra en el 75% de los estatutos de las sociedades, y la antigüedad como accionista para ocupar un puesto en el consejo, así como la renovación escalonada del consejo, en la mitad de las empresas. La tendencia se invierte en los años 2001 y 2002 en los que las dos primeras disposiciones citadas elevan su peso hasta el 80%, mientras las dos últimas descienden al 40%. A partir del año 2003 se rompe esta uniformidad, produciéndose un descenso en todas las disposiciones. A finales de la década analizada, es de destacar que desaparece de los estatutos de las sociedades cotizadas de este sector el requisito de antigüedad como accionista, así como el importante peso que mantiene el límite al porcentaje de voto con un 60%, seguido a distancia por la renovación escalonada del consejo (40%). Por último, la antigüedad como consejero para ser presidente del consejo es adoptada por el 25% de las empresas entre 1996 y 2000, a partir del cual desciende hasta desaparecer de los estatutos sociales en el año 2005.

Como conclusión, en el sector de Bienes de consumo se observa una gran diferencia en la estructura del blindaje corporativo entre 1996 y 2005, reflejándose una importante reducción en el grado de utilización de todas las medidas defensivas analizadas, produciéndose los descensos más acusados en el año 2003; si bien el límite del porcentaje de voto se mantiene en más de la mitad de las sociedades cotizadas. Por otra parte, al comparar las empresas comunes con el conjunto total de empresas cotizadas, se observa una cierta compensación entre las distintas disposiciones, de tal forma que las empresas que se incorporan a la bolsa a lo largo del periodo reducen el grado de utilización de unas medidas y aumentan el de otras, no produciéndose una pauta general.

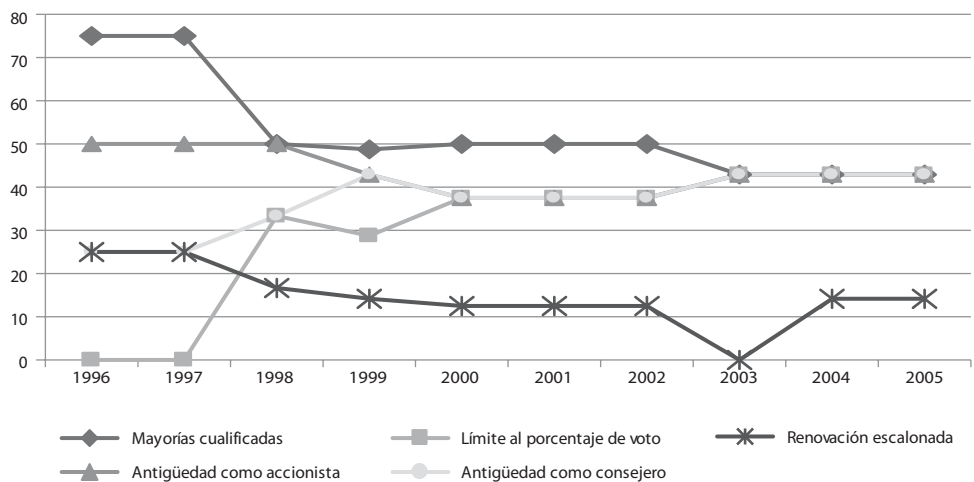
Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones

El sector de Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones parte en 1996 de una distribución muy desigual en cuanto al grado de utilización de las medidas defensivas, si bien presenta una gran homogeneidad en el año 2005 (ver datos en tabla A12 del anexo).

Como se refleja en el gráfico 27 relativo a todas las empresas cotizadas, en el periodo 1996-1997, en el que no se producen nuevas incorporaciones, las empresas mantienen la estructura de blindaje caracterizada por un predominio de la mayoría cualificada (75%) seguida de la antigüedad como accionista (50%), no encontrándose en los estatutos de ninguna empresa la restricción al porcentaje de voto que puede emitir un accionista. En los años 1998-1999 esta medida figura en torno al 30% de las sociedades, produciéndose un descenso en los pesos de las distintas disposiciones defensivas. Entre 2000 y 2002 se produce una gran uniformidad situándose en el 37,5% el límite al porcentaje de voto y la exigencia de antigüedad en sus dos vertientes, con un 50% de empresas que mantienen la mayoría cualificada como medida defensiva. A partir del año 2003 se iguala el grado de utilización de todas las medidas situándose en el 42,8%, a excepción de la renovación escalonada.

Distribución disposiciones defensivas. Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones. 1996-2005. Todas

GRÁFICO 27

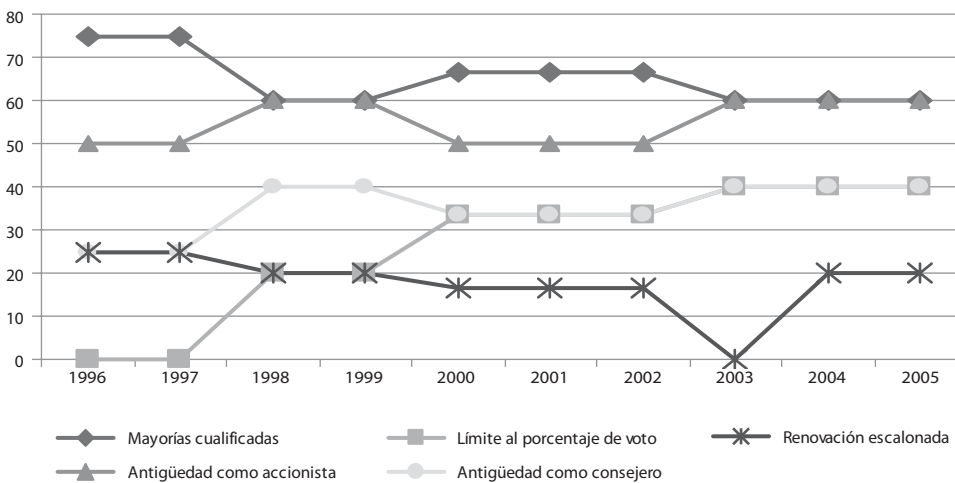


En cuanto a las empresas que cotizan en bolsa a lo largo del periodo analizado en el sector de Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones (ver gráfico 28 y datos en tabla A13 del anexo) se observa una evolución muy similar a la comentada en relación con el total de empresas.

En el año 2005, las empresas comunes mantienen una estructura de blindaje caracterizada por la utilización de una variedad de disposiciones con un predominio de la mayoría cualificada y la exigencia de antigüedad como accionista para ser consejero, que mantienen el 60% de las empresas; seguida de límite al porcentaje de voto y antigüedad como consejero con un 40%, y por último la renovación escalonada

Distribución disposiciones defensivas. Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones. 1996-2005. Comunes

GRÁFICO 28



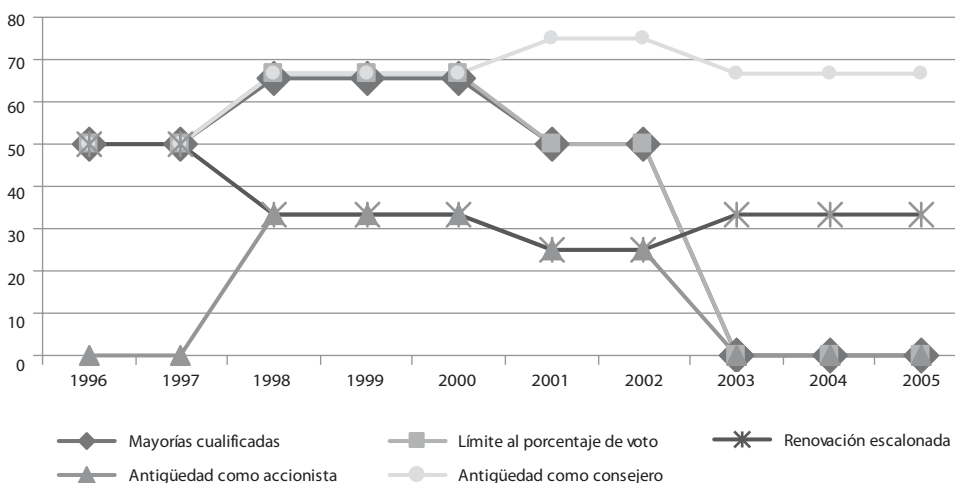
del consejo que se encuentra en el 20% de los estatutos sociales de las empresas cotizadas de este sector. Por otra parte, se detecta que el grado de utilización de tres de las cinco disposiciones (mayoría cualificada, la antigüedad como accionista para ser consejero y la renovación escalonada) es mayor en las empresas comunes que en el total de empresas del sector. Ello indica que las empresas de este sector que se incorporan a la bolsa en el período analizado; adoptan en menor proporción estas medidas defensivas, siendo similar en las dos disposiciones restantes.

Inmobiliarias

La distribución de las disposiciones defensivas en el sector Inmobiliario se caracteriza, como se refleja en el gráfico 29, por presentar una elevada homogeneidad en los años 1996-1997, en el que cuatro de las cinco disposiciones son utilizadas por la

Distribución disposiciones defensivas. Inmobiliarias. 1996-2005. Todas

GRÁFICO 29



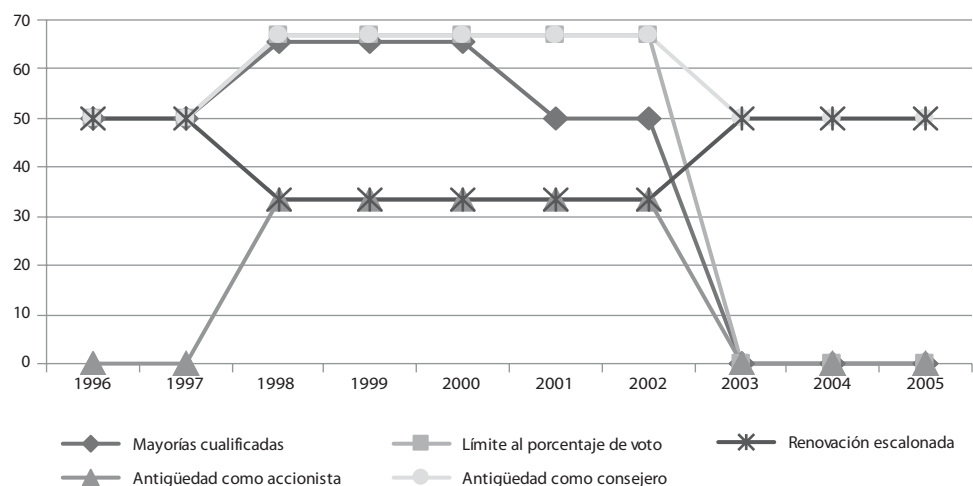
mitad de las empresas, mientras que la antigüedad como accionista no se encuentra en los estatutos de ninguna de las empresas pertenecientes a este sector (ver datos en tabal A12 del anexo).

Entre los años 1998 y 2000 se potencia la utilización de las mayorías cualificadas, así como del límite al porcentaje de voto que puede emitir un accionista y la antigüedad como consejero para ser presidente, la cual es adoptada por dos tercios de las empresas, mientras que la exigencia de antigüedad para ser nombrado consejero y la renovación escalonada se sitúan en el 33,3%. En el periodo 2000-2001 se reduce el grado de utilización de todas las disposiciones a excepción de la antigüedad como consejero que alcanza el máximo valor de la década, un 75%. En el período 2003-2005 se observa un predominio absoluto de dos medidas, la antigüedad como consejero para ocupar el cargo de presidente del consejo (66,6%) y la renovación escalonada del consejo (33,3%). Destaca el hecho de que las tres restantes medidas, mayoría cualificada, límite al porcentaje de voto y antigüedad como accionista, ampliamente utilizadas por las empresas de los restantes sectores, no sean adoptadas por las empresas inmobiliarias, en los tres últimos años del período objeto de estudio.

Con respecto a las empresas inmobiliarias cotizadas a lo largo de todo el periodo analizado, tal como se refleja en el gráfico 30, en el período 1996-2000 se produce idéntica distribución que en el total de empresas del sector (ver datos de empresas comunes en tabla A13 del anexo). Además, en las empresas comunes, la distribución se mantiene inalterada durante cinco años (entre 1998 y 2002). A partir de 2003 el blindaje corporativo se centra en la antigüedad como consejero y la renovación escalonada del consejo, ambas se encuentran en los estatutos del 50% de las empresas hasta el año 2005.

Distribución disposiciones defensivas. Inmobiliarias. 1996-2005. Comunes

GRÁFICO 30



En síntesis, las empresas inmobiliarias cotizadas en la década 1996-2005 han disminuido notablemente el blindaje corporativo, eliminando completamente a partir de 2003 las disposiciones estatutarias relativas a la adopción de acuerdos, así como

las restricciones para ocupar un puesto en el consejo de administración, optando por mantener solamente las disposiciones defensivas relativas a la renovación del consejo y al presidente de dicho órgano. Por último, destacar que en este sector la incorporación de nuevas empresas a bolsa no afecta en absoluto a la estructura del blindaje hasta el año 2001, y escasamente a partir de dicho año.

Como se deduce del análisis realizado, las diferentes pautas observadas en el grado de utilización de las distintas disposiciones defensivas a nivel sectorial, reflejan un comportamiento desigual en cuanto al blindaje corporativo de las empresas dependiendo del sector de actividad al que se adscriben, lo que aconseja tener en cuenta esta característica al analizar el blindaje corporativo en España.

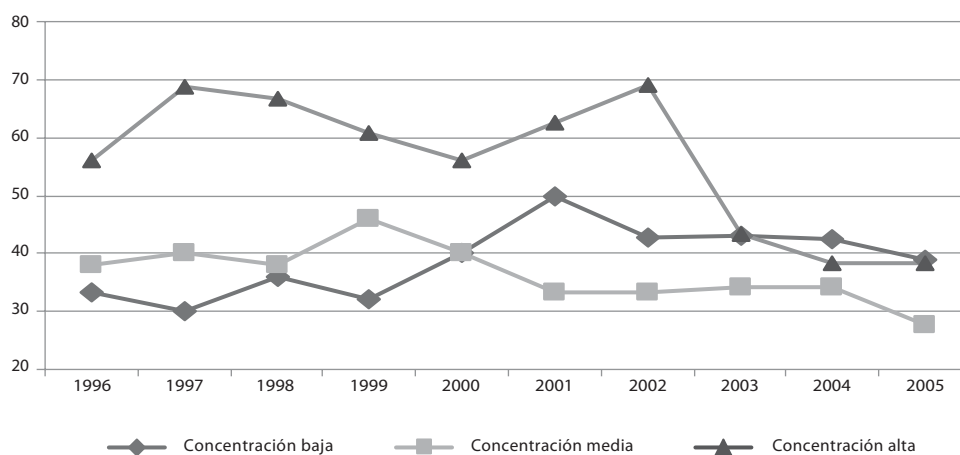
7. Blindaje y concentración de propiedad. 1996-2005

El análisis del blindaje corporativo en función del nivel de concentración de propiedad se realiza partiendo del porcentaje de derechos de voto de principal accionista, tal como se ha indicado en la parte metodológica, distinguiendo tres niveles de concentración de propiedad: baja (hasta un 20% de derechos de voto), media (entre 20% y 50%) y alta (más del 50%).

7.1. Empresas blindadas y concentración de propiedad

En relación con el total de sociedades cotizadas, como puede observarse en el gráfico 31, el porcentaje de empresas blindadas cuyo principal accionista ostenta menos del 20% de los derechos de voto (concentración baja), experimenta un ascenso entre 1996 y 2001, pasando del 33% al 50%; mientras que a partir de 2002 desciende hasta situarse en el 39% en el año 2005. Este colectivo pasa de ser el menos blindado hasta 1999, a presentar el mayor porcentaje de empresas blindadas a partir de 2003 (ver datos en tabla A14 del anexo). En las empresas de concentración media, el porcentaje de empresas blindadas llega a representar el 46% en 1999, comenzando a partir del año 2000 una senda descendente hasta el nivel de 27,7% en el año 2005, siendo el colectivo menos blindado. En cuanto a las empresas con mayoría absoluta de derechos de voto en poder del principal accionista, el porcentaje de empresas blindadas experimenta una evolución inversa a las de concentración baja,

Porcentaje de empresas blindadas por concentración de propiedad. 1996-2005. Todas GRÁFICO 31

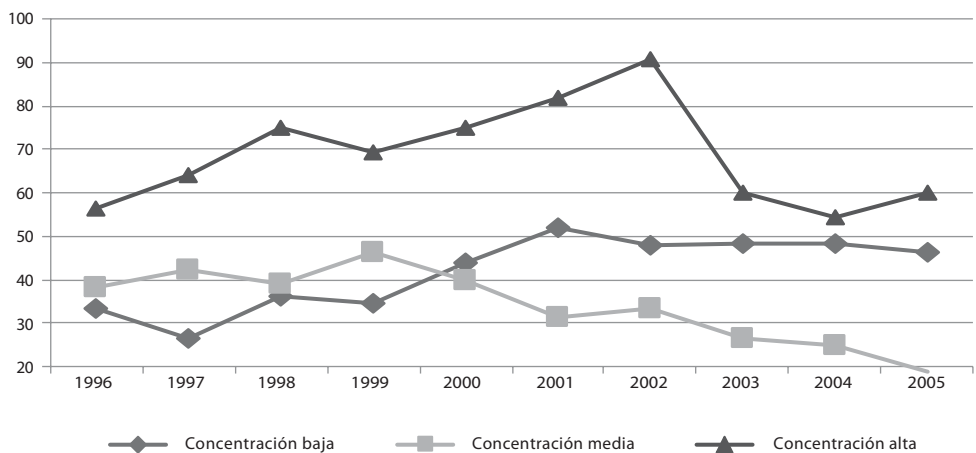


siendo el que presenta mayor proporción de empresas blindadas hasta el año 2002 en el que alcanzan el 69%, para descender a partir del año 2003 situándose en el 35% en 2005, nivel similar al de las empresas de concentración baja. De este modo, a partir del año 2003, el porcentaje de empresas blindadas desciende en todos los colectivos analizados, siendo similares en el año 2005 en las empresas de menor y mayor nivel de concentración, en torno al 38%, y por debajo del 30% en las de concentración media.

En cuanto a la empresas comunes (ver gráfico 32), se observan importantes diferencias en relación con el total de empresas. Así, en el colectivo de sociedades de concentración baja los porcentajes de empresas blindadas son similares hasta 1999, si bien a partir del año 2000 son sensiblemente superiores. Ello refleja una menor proporción de empresas blindadas entre las sociedades de concentración baja que se incorporan a la bolsa. Por el contrario, en las empresas de concentración media, se observa que la ponderación de sociedades blindadas comunes son similares o inferiores a los del total de empresas, situándose en un 18,7% frente al 27,7% del total en el año 2005. Por último, el colectivo de concentración alta presenta un porcentaje de empresas blindadas muy superior entre las comunes en comparación con el total de sociedades cotizadas, sobre todo a partir de 1998. Concretamente, este porcentaje aumenta desde un 56% en 1996 al 90% en 2002 y desciende al 60% a partir del año 2003.

En síntesis, son los colectivos de empresas que cotizan en bolsa a lo largo de todo el período, y particularmente el de mayor concentración de propiedad (porcentaje de derechos de voto del principal accionista superior al 50%), los que presentan mayor porcentaje de empresas blindadas, alcanzando dicho porcentaje el 60% en el año 2005.

Porcentaje de empresas blindadas por concentración de propiedad. 1996-2005. Comunes GRÁFICO 32



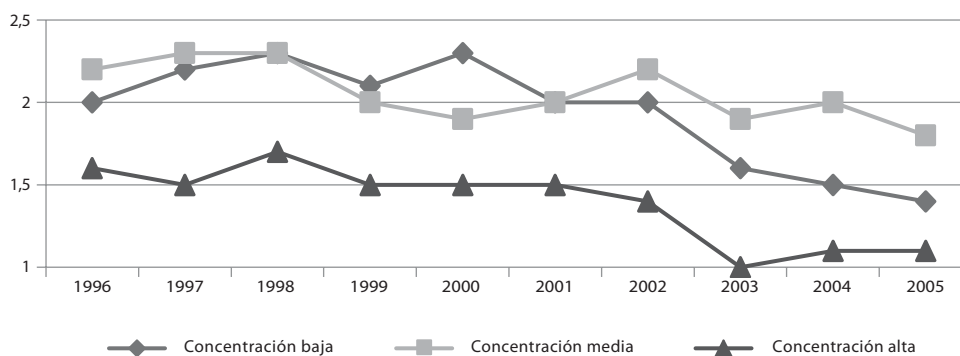
7.2. Nivel de blindaje y concentración de propiedad

Tal como se refleja en el gráfico 33, el índice medio de blindaje para el total de empresas cotizadas se sitúa por encima de 2 hasta el año 2002 en el colectivo de

empresas de concentración baja a partir del cual desciende hasta situarse en 1,4 en 2005. En las empresas de concentración media se observa una evolución similar a las de menor concentración hasta 1999, si bien a partir del año 2002 el nivel medio de blindaje de este colectivo es superior al de las sociedades de concentración baja. Por otro lado, en las empresas cuyo principal accionista ostenta la mayoría absoluta de los derechos de voto, el valor medio del índice de blindaje es inferior a los restantes colectivos en todo el período, adoptando valores en torno a 1,5 hasta el año 2002, con un importante descenso a partir de 2003, donde se sitúa ligeramente por encima de la unidad. En general, se aprecia una caída del nivel medio de blindaje en los tres colectivos en el período 2003-2005. Así, a final de la década analizada, son las empresas de concentración media las que presentan mayores niveles de blindaje, con un valor medio de 1,8, seguidas de las empresas de menor concentración (1,4) siendo las menos blindadas las sociedades de concentración alta, con un índice medio de blindaje de 1,1.

Índice de blindaje por concentración de propiedad. 1996-2005.
Valores medios sobre empresas blindadas. Todas

GRÁFICO 33

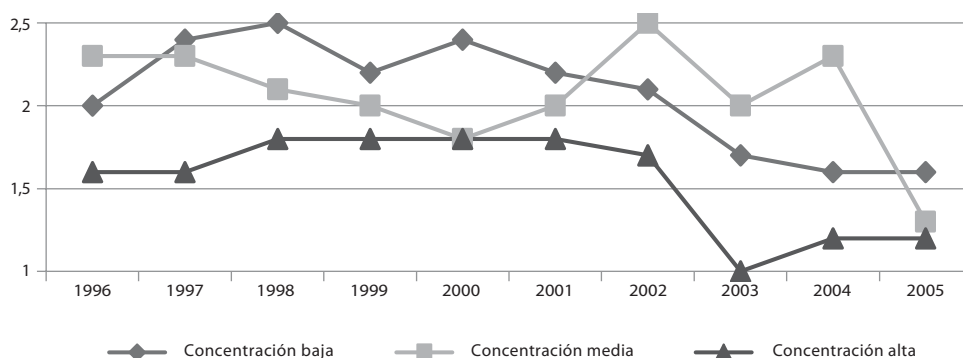


En cuanto a las sociedades que cotizan en bolsa a lo largo de toda la década (ver gráfico 34 y tabla A15 del anexo), en el colectivo de empresas con menor nivel de concentración, los valores medios del índice de blindaje son ligeramente superiores a los comentados en relación con el total de empresas a lo largo de todo el período. En este sentido, es en las empresas de concentración media en las que se detecta una mayor diferencia en el nivel de blindaje entre las comunes y el total de empresas. Así entre 1997 y 2001 los niveles medios de blindaje son ligeramente inferiores en las empresas comunes, mientras que a partir del año 2002 y hasta 2004 se invierte la tendencia, observándose un importante incremento del blindaje corporativo con un nivel medio de 2,5 en 2002 (máximo del período), si bien desciende a partir de 2003 hasta situarse en 1,3 en el año 2005. Así mismo destaca, la diferencia existente entre el nivel medio de blindaje a final de la década entre las empresas comunes (1,3) y el total de empresas con un 1,8, siendo las sociedades de concentración media el único colectivo en el que las nuevas incorporaciones de sociedades a bolsa elevan el nivel medio de blindaje. En relación con las empresas comunes más concentradas, es de señalar que presentan un nivel medio de blindaje muy estable (1,8) hasta 2002, superior al del total de empresas de mayor concentración, si bien a partir de 2003 el blindaje de estas empresas se reduce considerablemente, situándose en valores próximos a la unidad. De este modo, en las empresas comunes, con las excepciones de los años 2002 a 2004, se observa una relación inversa entre concentración de propiedad y nivel de blindaje.

Índice de blindaje por concentración de propiedad. 1996-2005.

GRÁFICO 34

Valores medios sobre empresas blindadas. Comunes



En líneas generales, y con las excepciones comentadas, puede afirmarse que los niveles medios del índice de blindaje se sitúan en las empresas comunes, en todos los colectivos, por encima del total de empresas, lo cual indica que las empresas que se incorporan a bolsa lo hacen con menor nivel defensivo, independientemente del grado de de concentración de propiedad.

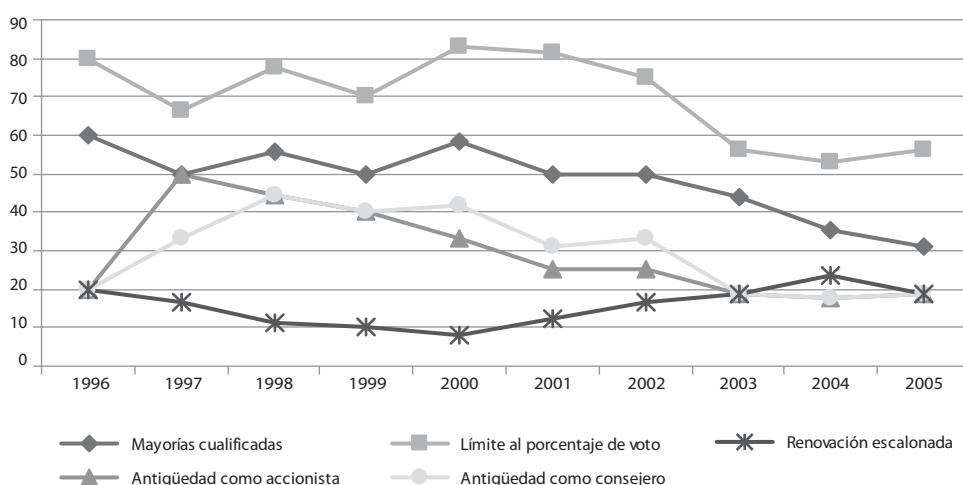
7.3. Disposiciones defensivas y concentración de propiedad

Como puede observarse en el gráfico 35 (ver datos en tabla A16 del anexo), la disposición defensiva más utilizada a lo largo de todo el período en el colectivo total de empresas de concentración baja es el límite al porcentaje de voto, la cual experimenta ciertas oscilaciones entre 1996 y 2000, siendo utilizada por un porcentaje de empresas comprendido entre el 70% y el 80%; si bien a partir del año 2000 se aprecia un descenso, más acusado en el 2003, en el que se sitúa en el 56%.

En segundo lugar se sitúa la mayoría cualificada, la cual es utilizada por un conjunto de empresas de concentración baja comprendido entre el 50% y el 60% hasta el

Distribución de las disposiciones defensivas. Empresas de concentración baja. 1996-2005. Todas

GRÁFICO 35

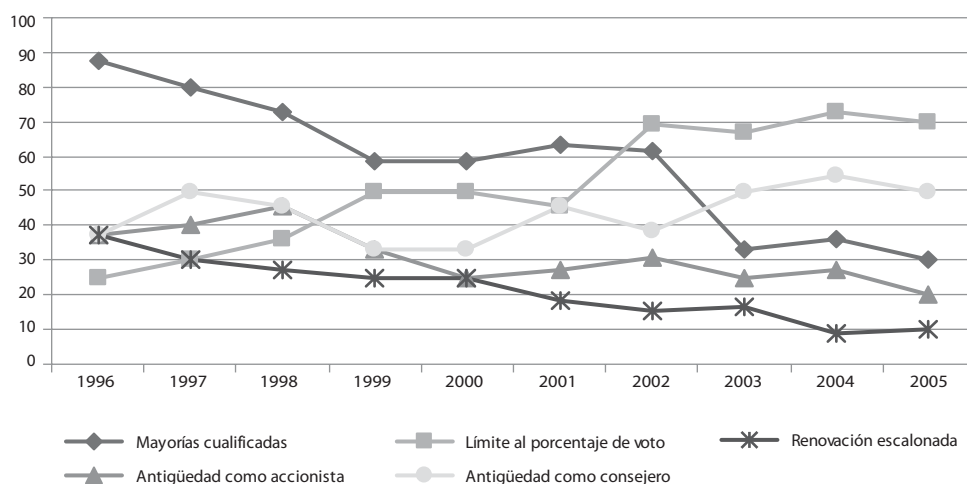


año 2002. A partir de 2003 comienza una senda descendente hasta situarse en el 31% en el año 2005. Por otro lado, los requisitos de antigüedad como accionista para ser miembro del consejo, así como el de ser consejero para ocupar el puesto de presidente o vicepresidente del consejo se mantienen en niveles similares a lo largo de la década, observándose una reducción progresiva de ambos desde el 44% en 1998 al 18,7% en el año 2005. Por último, la renovación escalonada del consejo es la medida defensiva menos utilizada por las empresas de concentración baja, si bien a partir del año 2003 se sitúa al mismo nivel que los requisitos de antigüedad.

En las empresas de concentración media (ver gráfico 36 y tabla A16 del anexo) la disposición defensiva más utilizada hasta el año 2001 es la mayoría cualificada, si bien el porcentaje de empresas que adoptan esta disposición desciende desde el 90% en 1996 hasta valores próximos al 60% en el período 1999-2002, situándose en el 30% en 2005. A partir del año 2002 la mayoría cualificada es superada por el límite al porcentaje de voto que puede emitir un accionista, el cual experimenta un progresivo incremento a lo largo del período pasando del 25% en 1996 al 70% en el año 2005. Los requisitos de antigüedad presentan una pauta similar entre 1996 y 1999, año en el que son utilizados por un tercio de las empresas de concentración media, si bien a partir del año 2000 se observa un considerable aumento en el porcentaje de empresas que utilizan la antigüedad como consejero para ser presidente, llegando a ser la segunda medida en importancia en el año 2005 con un 50%; mientras que la antigüedad como accionista presenta una bajada hasta situarse en un 20% al final de la década. Por último, la renovación escalonada del consejo es la medida defensiva menos utilizada desde 1998 hasta el año 2005, en el que sólo figura en el 10% de los estatutos de las empresas de concentración media.

Distribución de las disposiciones defensivas. Empresas de concentración media. 1996-2005. Todas

GRÁFICO 36

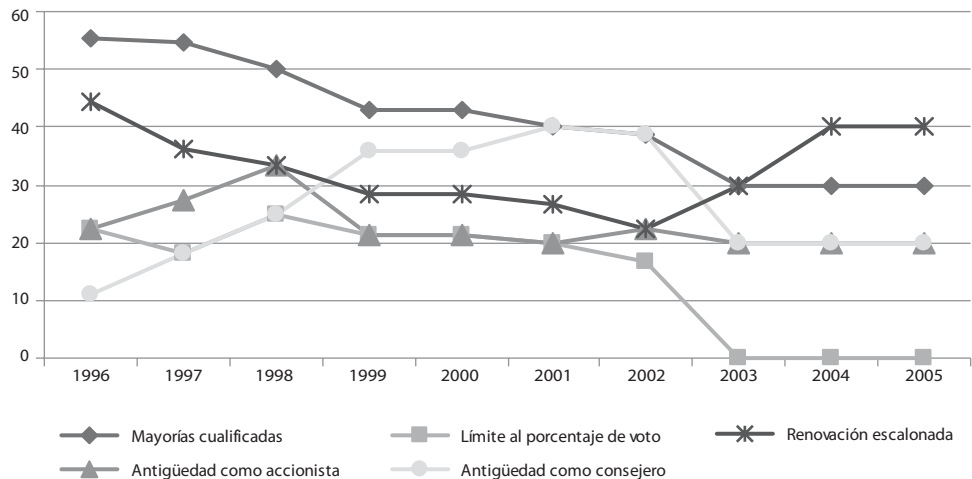


Por su parte, las empresas de concentración alta presentan una estrategia defensiva sensiblemente distinta a las sociedades con menor nivel de concentración, tal y como se observa en el gráfico 37 (ver tabla A16 del anexo). Así, la renovación escalonada del consejo, escasamente utilizada por las empresas de concentración baja y media, llega a ocupar el primer lugar en las empresas altamente concentradas en los

años 2004 y 2005, mientras que el límite al porcentaje de voto, una de las más utilizadas por las empresas con menor concentración, es la menos utilizada en este colectivo, llegando incluso a desaparecer de los estatutos sociales de las empresas con alta concentración de propiedad a partir de 2003. Los requisitos de antigüedad presentan pautas similares a principio y final del periodo, mientras que entre 1999 y 2002, la antigüedad como consejero es utilizada por una mayor proporción de empresas; a partir del año 2003, ambas disposiciones se mantienen en el 20%.

Distribución de las disposiciones defensivas. Empresas de concentración alta. 1996-2005. Todas

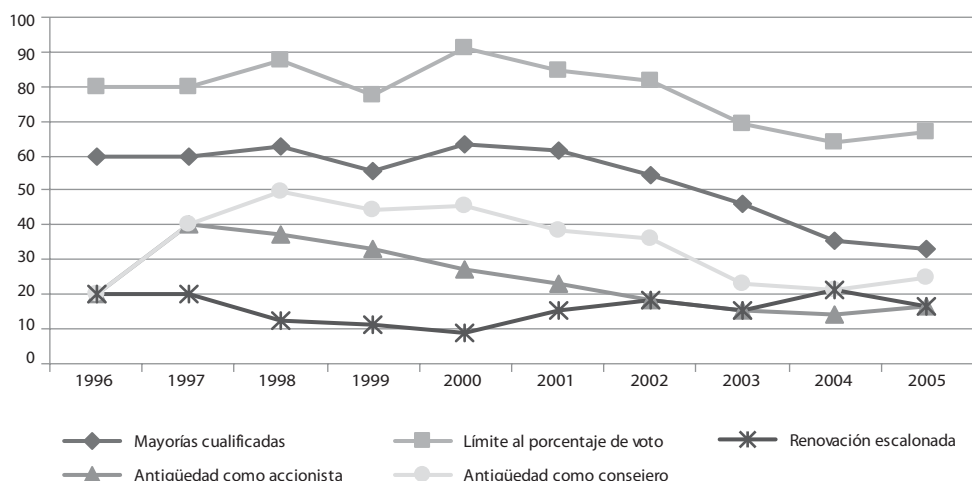
GRÁFICO 37



En cuanto a las empresas comunes de menor concentración de propiedad (ver gráfico 38 y tabla A17 del anexo), se observa una evolución paralela de las distintas disposiciones a lo largo de la década, siendo la medida más utilizada el límite al porcentaje de voto, seguida por la mayoría cualificada, los requisitos de antigüedad, y por último, la renovación escalonada del consejo. Esta evolución paralela se altera

Distribución de las disposiciones defensivas. Empresas de concentración baja. 1996-2005. Comunes

GRÁFICO 38

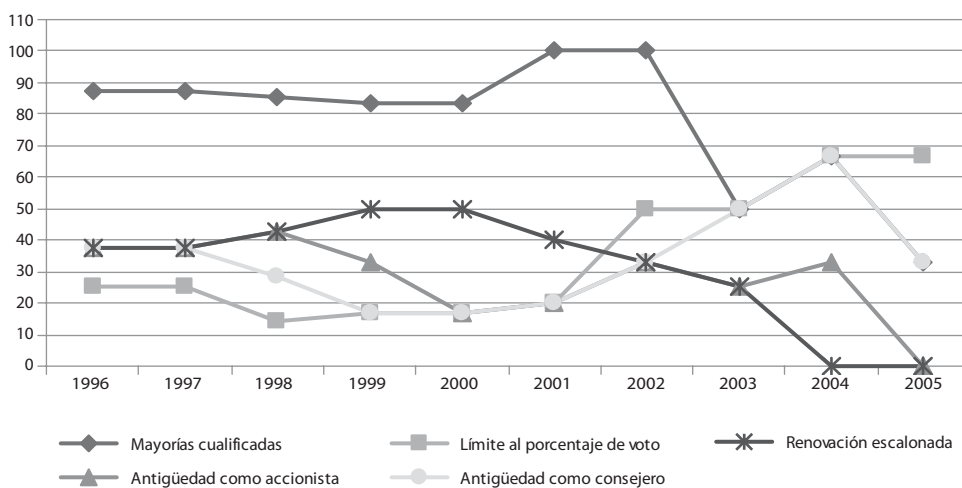


en el año 2005 en el que se aprecia una cierta convergencia de cuatro de las cinco disposiciones hacia valores comprendidos entre el 16,6% y el 33,3%, destacando el límite al porcentaje de voto con un 66,6%. En este último año, tres de las cinco medidas defensivas son menos utilizadas en las empresas comunes que en el total de empresas. Las excepciones son el límite al porcentaje de voto y la antigüedad como consejero para ser presidente o vicepresidente. Ello revela la menor utilización de estas disposiciones por las empresas que se incorporan a bolsa en los últimos años.

Por su parte, en las empresas comunes de concentración media (ver gráfico 39 y tabla A17 del anexo) destaca la exigencia de mayorías cualificadas para la adopción de determinados acuerdos, la cual figura en más del 80% de los estatutos de las sociedades que cotizan a lo largo de toda la década, e incluso en el 100% de este colectivo en los años 2001 y 2002, si bien a partir de 2003 se reduce a la mitad, y continúa el descenso hasta situarse en un 33,3% en el año 2005. Asimismo, destaca el progresivo incremento del límite al porcentaje de voto que comienza la década siendo la disposición defensiva menos utilizada, por un escaso 20% de empresas, si bien se recupera a partir del año 1999 en el que inicia el ascenso hasta ocupar el primer lugar en el 2005 con un 66,6%.

Distribución de las disposiciones defensivas. Empresas de concentración media. 1996-2005. Comunes

GRÁFICO 39



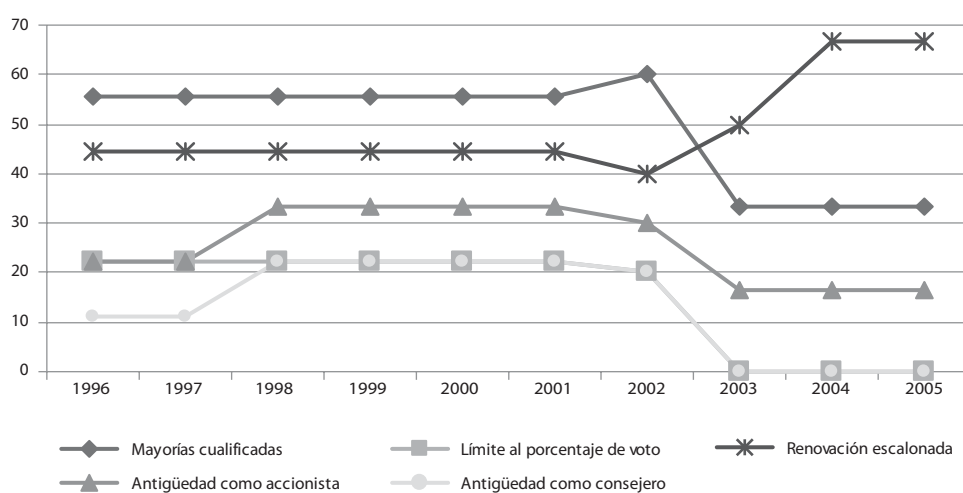
Por otro lado, los requisitos de antigüedad presentan una evolución similar hasta el año 2002, a partir del cual la antigüedad como consejero supera a la antigüedad como accionista, colocándose en el segundo lugar en el año 2005, con un tercio de las empresas, al mismo nivel de la mayoría cualificada. Por último, la renovación escalonada del consejo que adopta valores superiores al 40% en algunos años del período, deja de ser utilizada como medida en los años 2004 y 2005 en las empresas comunes de concentración media, lo cual no se observa en el total de empresas. Este hecho indica que son únicamente las nuevas incorporaciones a bolsa en los últimos años las que introducen esta disposición en sus estatutos.

La disposición defensiva más utilizada por las empresas de concentración alta es la exigencia de mayorías cualificadas (ver gráfico 40 y tabla A17 del anexo), si bien a

partir del año 2003 es superada por la renovación escalonada del consejo la cual figura en segundo lugar hasta dicho año. A diferencia de los restantes colectivos, y al igual que en el total de empresas de elevada concentración, el límite al porcentaje de voto es una de las medidas menos utilizadas, hasta el punto de desaparecer de los estatutos sociales de estas empresas a partir del año 2003. Es de señalar que la antigüedad como consejero para ser presidente o vicepresidente del consejo presenta una pauta idéntica al límite al porcentaje de voto desde 1998. A partir del año 2003 la estrategia defensiva de estas empresas se centra en tres disposiciones, ocupando el primer lugar en el año 2005 la renovación escalonada del consejo, seguida de la mayoría cualificada, ocupando el tercer lugar la antigüedad como accionista para ser consejero.

Distribución de las disposiciones defensivas. Empresas de concentración alta. 1996-2005. Comunes

GRÁFICO 40



De este modo, las principales diferencias en relación con el total de empresas de concentración alta se concretan en la desaparición de la antigüedad como consejero a partir del año 2003, lo que revela una relativa mayor utilización de esta disposición por parte de las nuevas empresas que se incorporan a la bolsa en los últimos años.

8. Conclusiones

En el presente estudio se ha analizado el blindaje corporativo en España, a partir de las disposiciones contenidas en los estatutos sociales de las empresas no financieras cotizadas españolas en la década 1996-2005, tratando de ofrecer respuestas a una serie de preguntas tales como: ¿Cuál es el porcentaje de empresas cotizadas blindadas y cómo ha evolucionado dicho porcentaje en el periodo 1996-2005? ¿Cuál es el nivel de blindaje y como ha evolucionado dicho índice? ¿Qué medidas defensivas son las más utilizadas por las sociedades cotizadas españolas? ¿Se mantienen estas preferencias a lo largo de la década objeto de estudio? ¿Qué estrategia adoptan las empresas que se incorporan a bolsa a lo largo de este periodo? ¿Difiere el blindaje corporativo en función de la dimensión de las empresas y del sector al que se adscriben? ¿Existen diferencias en el blindaje entre las empresas con diferentes niveles de control en manos de los accionistas significativos? ¿Ha influido la normativa sobre transparencia en los mercados de valores que entró en vigor en el año 2003? Para ello se han recopilado las disposiciones encontradas en los estatutos de las empresas analizadas, las cuales pueden agruparse en función del órgano de gobierno al que van dirigidas. Así, el límite al porcentaje de voto que puede emitir un accionista y la implantación de mayorías cualificadas por encima de las establecidas de manera general en la Ley de Sociedades Anónimas para la aprobación de los llamados supuestos especiales (cambios estatutarios, emisión de obligaciones, variaciones en el capital social, etc.), son disposiciones que van destinadas principalmente a la regulación del procedimiento de voto de la junta general de accionistas. Por otro lado, los requisitos de antigüedad como accionista para ocupar un asiento en el consejo, o de antigüedad como consejero para ser nombrado presidente, así como la renovación escalonada del consejo de administración, son disposiciones estatutarias defensivas destinadas fundamentalmente a la regulación de la composición de dicho órgano de gobierno. De este modo, a partir de la identificación y recopilación de las disposiciones estatutarias se elabora un “índice de blindaje”, que puede adoptar valores de cero a cinco, de forma que un mayor valor del índice indica la presencia de un mayor nivel defensivo en los estatutos de una sociedad.

En relación con el conjunto total de sociedades cotizadas, se observa una reducción del porcentaje de empresas blindadas entre el inicio y el final de la década analizada, pasando de un 42% a un 35%. No obstante, dicha evolución no se produce de forma lineal. Así, en el período 1996-2002 el porcentaje de empresas blindadas experimenta un incremento situándose en torno al 47%, produciéndose una importante y progresiva reducción de su ponderación a partir del año 2003 en el que se reduce al 40%, y continúa descendiendo hasta el citado 35% en el año 2005. En cuanto a los valores medios del índice de blindaje, éstos han oscilado entre el 2,1 alcanzado en el año 1998 y el 1,4 de 2005, con un importante descenso a partir del año 2003.

En relación con el tipo de medida adoptada por las empresas blindadas, el análisis revela que el porcentaje de sociedades que utilizan las distintas disposiciones experimenta, en líneas generales, un descenso a partir del año 2003, a excepción de la renovación escalonada del consejo. Así, hasta el año 2000 la disposición más utilizada por las sociedades cotizadas es la exigencia de mayorías cualificadas, si bien a partir de 2003 es superada por el límite al porcentaje de voto.

En referencia al blindaje del colectivo de sociedades que cotizan a lo largo de todos los años analizados (empresas comunes) es de señalar que este sigue una pauta similar al total de empresas, si bien el porcentaje de sociedades con medidas defensivas es superior en las comunes. Además, es de destacar la estabilidad observada en el valor medio del índice que se sitúa en 2 hasta el año 2002, descendiendo a partir de 2003 hasta alcanzar el mínimo de 1,4 en el año 2005. Así mismo, los valores medios del índice de blindaje de las empresas comunes son superiores o iguales en todos los años a los ofrecidos por el total de empresas, lo cual refleja que las sociedades cotizadas en todo el período mantienen sus niveles defensivos, mientras que las nuevas incorporaciones lo hacen con menores medidas de blindaje, sobre todo a partir del año 1999. Ello indica que las empresas que se incorporan a bolsa a lo largo del período adoptan en menor proporción disposiciones defensivas en sus estatutos sociales. A su vez dichas sociedades presentan un índice de blindaje inferior, contribuyendo a reducir el valor medio del índice.

Por otra parte, el descenso observado en el año 2003, tanto en relación con el porcentaje de empresas blindadas como en el índice de blindaje, así como en las distintas disposiciones, pone de relieve la incidencia de la normativa sobre gobierno corporativo que entra en vigor en ese año.

Blindaje y tamaño

Al analizar el porcentaje de sociedades blindadas por tamaño se observa que las empresas pequeñas presentan en todos los años niveles inferiores al resto de sociedades. De hecho, los porcentajes de empresas pequeñas blindadas oscilan entre el 25% y el 40%, siendo el 40% el valor mínimo de sociedades con medidas defensivas en las medianas y grandes en todo el período, alcanzando máximos del 56% y 60%, respectivamente. En cuanto al índice de blindaje por tamaños se observa un proceso de convergencia que se inicia en el año 1999, situándose el índice medio de blindaje en torno a 1,4 a final de la década analizada. Esta convergencia se produce por el descenso experimentado del índice de blindaje en todos los tamaños, si bien esta caída es más acusada en el colectivo de empresas pequeñas, el cual reduce a la mitad el nivel de blindaje. Por su parte, las empresas medianas mantienen un valor medio del índice de blindaje muy estable (entre 1,6 y 1,7). Así, a final del período, las empresas medianas son las que presentan un mayor blindaje (1,5). Por último, las grandes empresas aumentan el valor medio del índice entre 1996 y 1998, desciende y se estabiliza en 1,8 hasta 2002, cayendo en 2003, para terminar en 1,4 a final de la década.

En cuanto al tipo de disposiciones, la medida más utilizada en el año 2005 por las pequeñas empresas es la antigüedad como consejero seguida de la renovación escalonada del consejo y, al mismo nivel, por el límite al porcentaje de voto, mientras que en las medianas y grandes empresas las dos primeras medidas son la exigencia

de mayorías cualificadas y el límite al porcentaje de voto. Ello indica que en las empresas pequeñas el blindaje afecta tanto a la adopción de acuerdos como a la composición del consejo de administración, mientras que las medianas y grandes sociedades centran el blindaje en limitaciones relacionadas con la adopción de acuerdos en las juntas de accionistas. Por otra parte, se puede afirmar que el límite al porcentaje de voto es una de las medidas más utilizadas por todas las empresas, independientemente de su tamaño, siendo adoptada de forma más acentuada por las mayores sociedades cotizadas.

En relación con el análisis del blindaje de las empresas que salen a bolsa en función de la dimensión de las mismas, son las más pequeñas las que se blindan en mayor medida. No obstante, son dichas sociedades las que más han contribuido a la reducción del nivel de blindaje corporativo en la bolsa española, mientras que las medianas y grandes empresas, si bien reducen sus niveles de blindaje, lo hacen en menor medida.

Por último, en cuanto a la incidencia en el blindaje del desarrollo reciente de la normativa sobre gobierno corporativo en España en función de la dimensión de las sociedades cotizadas, el estudio refleja un importante descenso de empresas blindadas, así como del índice de blindaje a partir del año 2003 en todos los colectivos. No obstante, se aprecia una menor reducción del blindaje en las empresas de mediana dimensión

Blindaje y sector

El análisis sectorial del blindaje en la bolsa española se realiza distinguiendo cinco sectores: Petróleo y Energía; Materiales básicos, Industria y Construcción; Bienes de consumo; Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones e Inmobiliarias. En cuanto al porcentaje de empresas blindadas en relación con el total de empresas que cotizan en cada sector en los años 1996-2005, hasta el año 2002 se observa una tendencia creciente, la cual se invierte a partir del año 2003, en el que se produce un descenso generalizado en el porcentaje de empresas blindadas. En comparación con el inicio de período, a finales de 2005 algunos de los sectores aumentan el porcentaje de empresas blindadas (caso de Petróleo y Energía y Bienes de consumo), otros experimentan un descenso (Materiales básicos, Industria y Construcción), mientras que el sector de Inmobiliarias se mantiene en el valor de 1996. En todos los casos el porcentaje de empresas blindadas a final de 2005 se sitúa en valores superiores o iguales al 30%, siendo los sectores Petróleo y Energía y Bienes de consumo los que cuentan con los mayores porcentajes de empresas blindadas, con valores superiores al 40%.

La evolución del índice de blindaje para cada uno de los sectores analizados, revela un descenso en el valor medio del índice, a excepción del sector Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones. Dicho descenso es más acusado en el año 2003 en los sectores Petróleo y Energía, Bienes de consumo e Inmobiliarias. Concretamente en el sector de Bienes de consumo el índice se reduce desde el 2,8 en 1996 hasta 1,6 en 2005; y en las Inmobiliarias pasa de 2 a 1 en el mismo período. En el año 2005 se observan diferencias en el nivel medio de blindaje de los distintos sectores, siendo los más blindados los relacionados con el consumo. Destaca asimismo, el sector Inmobiliario por ser uno de los más blindados en el período 1996-2002, mientras que a partir del año 2003 es el que presenta menor nivel defensivo.

En cuanto al tipo de disposiciones, el sector Petróleo y Energía se caracteriza por la drástica concentración del blindaje corporativo en el año 2005 en dos únicas disposiciones: límite al porcentaje de voto (100%) y mayoría cualificada (25%). Por su parte, las empresas cotizadas pertenecientes al sector de Materiales básicos, Industria y Construcción mantienen en el año 2005 un blindaje corporativo caracterizado por la utilización de todas las disposiciones analizadas, si bien con un cierto predominio de la exigencia de mayorías cualificadas para la adopción de determinados acuerdos y la renovación escalonada del consejo, así como del límite al porcentaje de voto que puede emitir un accionista. En el sector de Bienes de consumo se observa una gran diferencia en la estructura del blindaje corporativo entre 1996 y 2005, reflejándose una importante reducción en el grado de utilización de todas las medidas defensivas analizadas, produciéndose los descensos más acusados en el año 2003; si bien el límite del porcentaje de voto se mantiene en más de la mitad de las sociedades cotizadas. El sector de Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones parte en el año 1996 de una distribución muy desigual en cuanto al grado de utilización de las medidas defensivas, para pasar a una gran homogeneidad en el año 2005, en el que cuatro de las cinco disposiciones son adoptados por el 42% de las empresas, siendo en este año la medida menos utilizada la renovación escalonada del consejo, la cual es adoptada por solo un 14% de las empresas de este sector. Por último, en las Inmobiliarias se observa un predominio absoluto de la antigüedad como consejero para ocupar el cargo de presidente del consejo, medida que adopta el 66% de las empresas inmobiliarias cotizadas en el año 2005, mientras que el 33% de empresas utilizan la renovación escalonada del consejo. Destaca el hecho de que las tres restantes medidas, mayoría cualificada, límite al porcentaje de voto y antigüedad como accionista, ampliamente adoptadas por las empresas de los restantes sectores, no sean utilizadas por ninguna de las empresas inmobiliarias, en los tres últimos años objeto de estudio.

En relación con el efecto de la incorporación de nuevas empresas a la bolsa en el blindaje sectorial, se observa que este difiere en función del período, ya que entre 1996 y 2002 se aprecia una evolución estable en las empresas comunes y creciente en el total de empresas de los distintos sectores, si bien a partir de 2003 en ambos casos la tendencia es decreciente, y los porcentajes de empresas blindadas son similares en ambos colectivos. Los valores medios del índice de blindaje son, en líneas generales, y para todos los sectores, superiores en las empresas comunes que en el conjunto total de empresas, lo que evidencia un mayor nivel de blindaje de las empresas que se mantienen en bolsa y un menor blindaje de las nuevas incorporaciones.

En referencia a la incidencia en el blindaje de la normativa reciente sobre gobierno corporativo en España en función del sector de actividad de las empresas cotizadas, los resultados muestran que es el sector inmobiliario junto con Petróleo y Energía, en los que más se acusa el efecto de la normativa sobre transparencia que entra en vigor en 2003.

Blindaje y concentración de propiedad

Del análisis del blindaje corporativo y la concentración de propiedad realizado se deduce que existen diferencias en el comportamiento de las sociedades cotizadas españolas en relación con el blindaje en función del nivel de concentración de pro-

piedad. Así, se observa, hasta el año 2002 un porcentaje mayor de empresas blindadas en las sociedades de concentración alta. A partir del año 2003, el porcentaje de sociedades blindadas desciende en todos los colectivos analizados, siendo similares en el año 2005 en las empresas de concentración baja y alta, en torno al 38%, y por debajo del 30% en las de concentración media.

En cuanto al nivel de blindaje se observan diferencias en los tres colectivos, siendo las empresas más concentradas las que presentan un menor nivel medio de blindaje a lo largo de todo el periodo. Las empresas de concentración media y baja presentan un nivel de blindaje en torno a 2 hasta el año 2002. A partir de 2003, se observan descensos en el nivel de blindaje en todos los colectivos, siendo las empresas de concentración media las que presentan un mayor nivel de blindaje.

En referencia al tipo de disposiciones defensivas, se observan igualmente diferencias en los tres colectivos. Así, mientras que en las empresas de concentración baja la disposición más utilizada a lo largo de todo el periodo es el límite al porcentaje de voto que puede emitir un accionista, en las sociedades de concentración media y alta es la mayoría cualificada la más adoptada hasta el año 2001 y 2002, respectivamente. A partir de 2003 en las sociedades de concentración media la disposición más utilizada es el límite en el porcentaje de voto, mientras que en las de concentración alta es la renovación escalonada del consejo.

En relación con la influencia de la normativa sobre gobierno corporativo, los resultados alcanzados muestran una reducción, tanto en el porcentaje de empresas blindadas como en el nivel de blindaje, más acusada en las empresas de concentración de propiedad alta. Además, es de destacar el cambio en la estrategia defensiva en relación al tipo de disposición utilizada en los diferentes colectivos. Así, mientras que en las empresas de concentración baja y media la disposición más utilizada es el límite en el porcentaje de voto, esta disposición defensiva desaparece de los estatutos sociales de las empresas de concentración alta. Por el contrario, en éstas últimas la disposición más adoptada es la renovación escalonada del consejo, que es precisamente la menos utilizada por el resto de colectivos en todo el periodo.

En cuanto al efecto de la incorporación de empresas a la bolsa en el blindaje, es de señalar que en los colectivos de concentración baja y alta, las nuevas salidas a bolsa se blindan en menor proporción con respecto al total de empresas. Sin embargo, en las sociedades de concentración media, se observa un cambio en esta tendencia a partir del año 2003. En cuanto al nivel de blindaje, los resultados muestran que las empresas que se incorporan a bolsa lo hacen con menor nivel defensivo, independientemente del grado de concentración de propiedad.

El blindaje corporativo en el 2005

Con objeto de reflejar de forma global la situación del blindaje corporativo en España al final de la década analizada, se procede a destacar los aspectos más relevantes del mismo. Así, a finales de 2005 el 35% de las sociedades cotizadas cuentan con al menos una medida defensiva en sus estatutos, elevándose a un 40% en las empresas de dimensión media y alta siendo inferior en las sociedades de menor dimensión. En cuanto a la distribución sectorial del blindaje, son los sectores de Petróleo

y Energía y Bienes de consumo los más blindados, situándose el porcentaje de empresas blindadas en todas las actividades económicas por encima del 30%. Además, son las empresas de concentración alta y baja las sociedades más blindadas.

En relación con el nivel de blindaje, los resultados muestran que el nivel medio de blindaje se sitúa en 1,4 disposiciones, no apreciándose diferencias significativas en función de la dimensión de las empresas. El valor medio del índice de blindaje oscila entre 1 de las empresas Inmobiliarias y 1,9 del sector de Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones. En cuanto al nivel defensivo en función del grado de concentración de propiedad, son las empresas de concentración media las que presentan un mayor nivel defensivo, frente a las de concentración alta que adoptan un menor número de medidas defensivas en sus estatutos.

En referencia a las disposiciones defensivas, la medida más utilizada es el límite al porcentaje de voto que puede emitir un accionista (44%) seguida de la mayoría cualificada con un 30%. Dichas disposiciones son las más utilizadas en las empresas de dimensión media y alta, mientras que en las empresas de menor dimensión el requisito de antigüedad como consejero es la disposición que ocupa el primer lugar. En cuanto al tipo de disposición más utilizada en los diferentes sectores, el límite en el porcentaje de voto es la medida más adoptada en tres de los cinco sectores (Petróleo y Energía, Bienes de consumo y Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones), siendo la mayoría cualificada la disposición más utilizada en el sector de Materiales básicos, Industria y Construcción, mientras que el requisito de antigüedad como consejero es la principal disposición en las sociedades Inmobiliarias, las cuales presentan una estrategia defensiva opuesta al resto de los sectores, al no contar en sus estatutos con las disposiciones relativas a la adopción de acuerdos en las juntas generales de accionistas en 2005. En relación con la concentración de propiedad, los resultados muestran que es el límite en el porcentaje de voto la disposición más utilizada entre las empresas de concentración baja y media, si bien dicha medida desaparece de los estatutos de las sociedades con mayor concentración de propiedad, ocupando el primer lugar en este colectivo la renovación escalonada del consejo.

Por último, el presente estudio ha permitido revelar la influencia del desarrollo institucional experimentado España, en relación con la legislación sobre el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, en el blindaje de dichas empresas. En este sentido, el cambio normativo ha contribuido a reducir el blindaje corporativo, lo cual se manifiesta tanto en el número de sociedades blindadas como en el nivel defensivo. Además, los resultados reflejan el predominio de los mecanismos defensivos destinados a limitar los derechos de los accionistas en la adopción de acuerdos en las juntas generales. Así, es de señalar el cambio en la estrategia defensiva de las sociedades cotizadas españolas, ya que el límite en el porcentaje de voto que puede emitir un accionista, pasa de ser una de las disposiciones menos utilizadas a principios de la década, a ser la más adoptada a partir del año 2003. De este modo, la evolución seguida por el blindaje en nuestro país refleja que el desarrollo normativo ha propiciado una mayor defensa por parte del sistema legal a los accionistas externos. No obstante, se debe prestar especial atención a la importancia que toman las disposiciones que regulan el derecho de voto, como mecanismos defensivos que pueden blindar a los agentes internos en detrimento de los intereses del resto de inversores.

Referencias

- ALEMANY, M. y CRESPI, R. (2001). Spanish antitakeover devices and corporate performance. *Quarterly Journal of Economic Research*, vol.2, pp. 214-224.
- BEBCHUK, L.A. (1999). A rent-protection theory of corporate ownership and control. National Bureau of Economic Research. WP 7203.
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (2006): Informe del mercado 2005. www.bolsasymercados.es.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S. y LANG, L. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, pp. 81-112.
- CUERVO, A.(2002). Corporate governance mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance*. Vol 10. Nº 2. pp. 84-93.
- DANIELSON, M.C. y KARPOFF, J.M. (1998). On the uses of corporate governance provisions. *Journal of Corporate Finance*. Vol.4. pp. 347-371.
- DANN, L.Y. y DEANGELO, H. (1983). Standstill agreements, privately negotiated stock repurchases, and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, vol 11, pp. 275-300.
- DEANGELO, H. y RICE, E.M. (1983). Antitakeover charter amendments and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, vol 11, pp. 329-360.
- DJANKOV, S.; LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F. Y SHLEIFER, A. (2006). The law and economics of self-dealing. Working paper.
- FACCIO, L y LANG, L. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*. Vol. 65. pp. 365-395.
- FERNÁNDEZ ÁLVAREZ, A.I. y GÓMEZ-ANSÓN, S. (1997). La adopción de acuerdos estatutarios antiadquisición. Evidencia en el mercado de capitales español. *Investigaciones Económicas*, vol XXI, nº 1, pp. 129-138.
- FIELD, L. C., Y J. M. KARPOFF. (2002). Takeover Defenses of IPO Firms. *Journal of Finance*, vol. 57, pp. 1857-1889.
- GOMPERS, P.A.; JOY L. ISHII, J.L. Y METRICK, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, pp. 107-155.
- GROSSMAN, S.J. y HART, O. (1980). Takeover bids. The free rider problem and the theory of the corporation. *Bell Journal of Economics*, vol 11, pp. 42-64.
- JARREL, G.A. y POULSEN, A.B. (1987). Shark repellents and stocks prices. The effects of antitakeover amendments since 1980. *Journal of Financial Economics*, vol 19, pp. 127-168.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economic*, 3, pp. 305-360.
- JENSEN, M.C. y RUBACK, R.S. (1983). The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, vol 11, pp. 5-50.
- KARPOFF, J.M. y MALATESTA, P.H. (1989). The wealth effects of second-generation state takeover legislation. *Journal of Financial Economics*, vol 25, pp. 291-322.
- KNOEBER, CH. R. (1986). Golden parachutes, shark repellents and hostile tender offers. *American Economic Review*, vol 76, pp. 155-167.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106, pp. 1113-1155.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F. y SHLEIFER, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*. vol LIV. Nº 2. Páginas 471-517.

- LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F. y SHLEIFER, A. (2006). Whats Works in securities laws?. *Journal of Finance*, vol LXI, pp. 1-32.
- LINN, S.C. y MCCONNELL, J.J. (1983). An empirical investigation of the impact of "antitakeover" amendments on common stockprices. *Journal of Financial Economics*, vol 11, pp. 361-399.
- MAHONEY, J. y MAHONEY, J. (1993). An empirical investigation of the effect of corporate charter amendments on stockholder wealth. *Strategic Management Journal*, vol 14, nº 1, pp. 17-31.
- MCWILLIAMS, V.B. Y SEN, N. (1997). Board monitoring and antitakeover amendments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 32, nº 4, pp. 491-505.
- MALATESTA, P.H. y WALKLING, R.A. (1988). Poison pill securities. Stockholder wealth, profitability, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol 20, pp. 347-376.
- NENOVA, T. (2003). The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, vol 68, pp. 325-351.
- SANTANA, D.J. y AGUIAR, I. (2004). Propiedad y Blindaje de las empresas cotizadas españolas. 1996-2002. Monografía nº 5. Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, vol. LII, pp. 737-783.
- STEIN, J. C. (1988). Takeovers threats and managerial myopia. *Journal of Political Economy*, vol 96, pp. 61-80.
- STULZ, R.M. (1988). Managerial control of voting rights. Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, vol 20, pp. 25-54.

ANEXO

Listado de empresas y adscripción sectorial

CUADRO A1

	Empresa	Sector
1	Abengoa	Materiales básicos, Industria y Construcción
2	Acciona	Materiales básicos, Industria y Construcción
3	Acerinox	Materiales básicos, Industria y Construcción
4	Acesa-Abertis	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones
5	ACS	Materiales básicos, Industria y Construcción
6	Adolfo Domínguez	Bienes de consumo
7	Aguas de Barcelona	Petróleo y Energía
8	Altadis	Bienes de consumo
9	Amper	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones
10	Antena 3	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones
11	Avanzit	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones
12	Azkoyen	Materiales básicos, Industria y Construcción
13	Barón de ley	Bienes de consumo
14	Befesa	Materiales básicos, Industria y Construcción
15	Bodegas riojanas	Bienes de consumo
16	Caf	Materiales básicos, Industria y Construcción
17	Campofrio	Bienes de consumo
18	Cementos Portland	Materiales básicos, Industria y Construcción
19	Cepsa	Petróleo y Energía
20	Cie Automotive	Materiales básicos, Industria y Construcción
21	Cintra	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones
22	Cleop	Materiales básicos, Industria y Construcción
23	Corporación Dermoestetica	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones
24	Cortefiel	Bienes de consumo
25	CVNE	Bienes de consumo
26	Dogi	Bienes de consumo
27	Duro felguera	Materiales básicos, Industria y Construcción
28	Ebro-Puleva	Bienes de consumo
29	Elecnor	Materiales básicos, Industria y Construcción
30	Enagas	Petróleo y Energía
31	ENCE	Bienes de consumo
32	Endesa	Petróleo y Energía
33	Ercros	Materiales básicos, Industria y Construcción
34	Española del Zinc	Materiales básicos, Industria y Construcción
35	Europac	Bienes de consumo
36	Europistas	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones

	Empresa	Sector
37	Fadesa	Inmobiliarias
38	Faes	Bienes de consumo
39	FCC	Materiales básicos, Industria y Construcción
40	Federico Paternina	Bienes de consumo
41	Ferrovial	Materiales básicos, Industria y Construcción
42	Funespaña	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones
43	Gamesa	Materiales básicos, Industria y Construcción
44	Gas natural	Petróleo y Energía
45	Grifols	Bienes de consumo
46	Hullas	Materiales básicos, Industria y Construcción
47	Iberdrola	Petróleo y Energía
48	Iberia	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones
49	Iberpapel	Bienes de consumo
50	Inbesos	Inmobiliarias
51	Inditex	Bienes de consumo
52	Indo	Bienes de consumo
53	Indra Sistemas	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones
54	Inmobiliaria Colonial	Inmobiliarias
55	Inmocaral	Inmobiliarias
56	Inypsa	Materiales básicos, Industria y Construcción
57	La seda	Bienes de consumo
58	Lingotes especiales	Materiales básicos, Industria y Construcción
59	Logista	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones
60	Mecalux	Materiales básicos, Industria y Construcción
61	Metrovacesa	Inmobiliarias
62	Miquel y costas	Bienes de consumo
63	Natra	Bienes de consumo
64	Natraceutical	Bienes de consumo
65	NH Hoteles	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones
66	Nicolas Correa	Materiales básicos, Industria y Construcción
67	OHL	Materiales básicos, Industria y Construcción
68	Pescanova	Bienes de consumo
69	Prim	Bienes de consumo
70	Prisa	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones
71	Prosegur	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones
72	Puleva Biotech	Bienes de consumo
73	REE	Petróleo y Energía
74	Repsol-YPF	Petróleo y Energía
75	Service Point Solution	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones
76	Sniace	Bienes de consumo
77	Sogecable	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones
78	Sol Meliá	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones
79	Sos Cuétara	Bienes de consumo
80	Sotogrande	Inmobiliarias
81	Tafisa	Materiales básicos, Industria y Construcción
82	Tavex	Bienes de consumo

Listado de empresas y adscripción sectorial (continuación)

CUADRO A1

	Empresa	Sector
83	Tecnocom	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones
84	Telecinco	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones
85	Telefónica	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones
86	Telefónica Móviles	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones
87	Telepizza	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones
88	Testa	Inmobiliarias
89	TPI	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones
90	Transportes Azkar	Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones
91	Tubacex	Materiales básicos, Industria y Construcción
92	Tubos reunidos	Materiales básicos, Industria y Construcción
93	Tudor	Materiales básicos, Industria y Construcción
94	Unión Fenosa	Petróleo y Energía
95	Unipapel	Bienes de consumo
96	Uralita	Materiales básicos, Industria y Construcción
97	Urbas	Inmobiliarias
98	Urbis	Inmobiliarias
99	Sacyr-Vallehermoso	Materiales básicos, Industria y Construcción
100	Vidrala	Bienes de consumo
101	Viscofan	Bienes de consumo
102	Zardoya Otis	Materiales básicos, Industria y Construcción
103	Zeltia	Bienes de consumo

Empresas blindadas. 1996-2005 (%)

TABLA A1

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Todas	42,3	41,54	44,44	45	44,7	47,19	46,23	40	38,77	34,95
Comunes	42,3	42,3	46,15	46,15	50	51,92	51,92	44,23	44,23	40,38
Nº de Emp.										
Todas	52	65	72	80	85	89	93	95	98	103
Comunes	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52

Estadísticos descriptivos del Índice de blindaje de las empresas cotizadas españolas*. 1996-2005

TABLA A2

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Todas										
Media	1,9	2	2,1	1,8	1,9	1,8	1,8	1,5	1,5	1,4
Desviación T.	1,5	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	0,8
Mediana	1,1	1	2	1	1	1	1	1	1	1
Constraste de Wilcoxon Z	1996-1999			1999-2002			2002-2005			
	-0,357 (0,721)			-0,219 (0,827)			-1,752* (0,08)			
Comunes										
Media	1,9	2	2,1	2	2	2	2	1,6	1,6	1,4
Desviación T.	1,5	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	0,7
Mediana	1,1	1,5	2	2	2	2	2	1	1	1
Constraste de Wilcoxon Z	1996-1999			1999-2002			2002-2005			
	-0,853 (0,394)			-0,342 (0,732)			-2,138** (0,03)			

* Calculados sobre empresas blindadas

Distribución del índice de blindaje (% sobre empresas blindadas)

TABLA A3

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Todas										
Nº de disposiciones	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1	50	51,8	46,8	58,3	52,6	54,7	55,8	68,4	68,4	69,4
2	22,7	18,5	18,7	13,8	21,0	21,4	20,9	15,7	15,7	19,4
3	13,6	11,1	15,6	13,8	13,1	11,9	11,6	10,5	10,5	8,3
4	13,6	18,5	18,7	13,8	13,1	11,9	11,6	5,2	5,2	2,7
5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Comunes										
Nº de disposiciones	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1	50	50	45,8	50	42,3	40,7	40,7	65,2	65,2	66,6
2	22,7	18,1	16,6	16,6	26,9	29,6	29,6	17,3	17,3	23,8
3	13,6	13,6	16,6	16,6	15,3	14,8	14,8	13,0	13,0	9,52
4	13,6	18,1	20,8	16,6	15,3	14,8	14,8	4,34	4,34	0
5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Distribución de las disposiciones estatutarias utilizadas por las sociedades cotizadas españolas. 1996-2005 (% sobre empresas blindadas)

TABLA A4

Todas										
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Mayorías Cualificadas	68,1	62,9	59,3	50	52	50	48,8	36,8	34,2	30,5
Límite al porcentaje de voto	36,3	33,3	43,7	44,4	50	50	48,8	44,7	44,7	44,4
Antigüedad como accionista	27,2	37	40,6	30,5	26,3	23,8	25,5	21,0	21,0	19,4
Antigüedad como consejero	22,7	33,3	37,5	36,1	36,8	38,1	37,2	28,9	28,9	27,7
Renovación escalonada del consejo	36,3	29,6	25	22,2	21,0	19,0	18,6	21,0	23,6	22,2
Comunes										
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Mayorías Cualificadas	68,1	68,1	66,6	62,5	65,3	66,6	66,6	43,4	39,1	33,3
Límite al porcentaje de voto	36,3	36,3	41,6	41,6	50	51,8	51,8	47,8	47,8	47,6
Antigüedad como accionista	27,2	31,8	37,5	33,3	26,9	25,9	25,9	17,3	17,3	14,2
Antigüedad como consejero	22,7	27,2	33,3	29,1	30,7	29,6	29,6	21,7	21,7	19
Renovación escalonada del consejo	36,3	36,3	33,3	33,3	30,7	29,6	29,6	26	30,4	28,5

Distribución de las empresas blindadas por tamaño. 1996-2005

TABLA A5

Todas (%)										
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Pequeñas	25	38,1	38,5	36,6	37,5	41,2	30,5	27	30,8	26,8
Medianas	37,5	40	46,1	53,3	48,5	51,4	56,7	47,4	46,1	40,5
Grandes	60	55	50	45	50	50	55	50	40	40
Comunes (%)										
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Pequeñas	25	37,5	37,5	43,8	43,8	43,8	37,5	31,3	25	25
Medianas	37,5	25	37,5	37,5	37,5	43,8	56,3	43,8	50	50
Grandes	60	60	60	55	65	65	60	55	55	55

Estadísticos descriptivos del índice de blindaje de las empresas cotizadas españolas por tamaño*. 1996-2005

TABLA A6

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Todas										
Pequeñas										
Media	2,8	2,6	2,5	2,1	2	1,9	1,7	1,2	1,4	1,4
Desviación T.	1,3	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	0,4	0,9	0,9
Mediana	3	3	3	1	1,5	1	1	1	1	1
Medianas										
Media	1,7	1,3	1,8	1,7	1,7	1,7	1,8	1,7	1,6	1,5
Desviación T.	0,8	0,5	1,1	1,1	1,1	1	1	1,1	0,9	0,7
Mediana	1,5	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Grandes										
Media	1,8	2	2	1,8	2	2	1,9	1,5	1,5	1,4
Desviación T.	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1	0,8	0,9	0,7
Mediana	1	2	2	1	2	2	2	1	1	1
Comunes										
Pequeñas										
Media	2,8	2,7	3,2	2,4	2,3	2,3	2,2	1,2	1	1
Desviación T.	1,3	1,4	1,2	1,4	1,4	1,4	1,5	0,4	0	0
Mediana	3	3	3,5	3	2	2	1,5	1	1	1
Medianas										
Media	1,7	1,5	1,3	1,3	2,2	2,1	2,1	1,9	2	1,7
Desviación T.	0,8	0,6	0,5	0,5	1,2	1,1	1,1	1,2	1,1	0,8
Mediana	1,5	1,5	1	1	2	2	2	1	2	2
Grandes										
Media	1,8	1,8	2	2,1	1,8	1,8	1,9	1,5	1,5	1,4
Desviación T.	1,1	1,2	1,2	1,2	1	1	1	0,8	0,8	0,7
Mediana	1	1	1,5	2	2	2	2	1	1	1

* Calculados sobre empresas blindadas

Distribución de las disposiciones estatutarias defensivas utilizadas por las empresas cotizadas españolas. 1996-2005. Todas (% sobre empresas blindadas)

TABLA A7

	Pequeñas									
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Mayorías Cualificadas	75	62,5	50	36,4	41,7	35,7	36,4	10	16,6	9,1
Límite al porcentaje de voto	50	50	60	54,5	58,3	57,1	45,5	40	41,6	36,4
Antigüedad como accionista	50	50	50	36,4	25	21,4	18,2	0	8,3	9,1
Antigüedad como consejero	50	62,5	70	54,5	50	50	45,5	30	41,6	45,5
Renovación escalonada del consejo	50	37,5	20	27,3	25	21,4	27,3	40	33,3	36,4
	Medianas									
Mayorías Cualificadas	50	37,5	58,3	50	50	55,5	47,6	44,4	44,4	41,2
Límite al porcentaje de voto	33,3	12,5	33,3	37,5	31,25	33,3	47,6	38,8	38,8	41,2
Antigüedad como accionista	16,6	25	33,3	31,25	31,25	27,8	33,3	38,8	33,3	29,4
Antigüedad como consejero	16,6	12,5	16,6	31,25	31,25	27,8	33,3	38,8	27,7	23,5
Renovación escalonada del consejo	50	37,5	33,3	18,8	25	22,2	14,3	11,1	16,6	17,6
	Grandes									
Mayorías Cualificadas	75	81,8	70	66,7	70	60	63,6	50	37,5	37,5
Límite al porcentaje de voto	33,3	36,4	40	44,4	70	70	54,5	60	62,5	62,5
Antigüedad como accionista	25	36,4	40	22,2	20	20	18,2	10	12,5	12,5
Antigüedad como consejero	16,6	27,3	30	22,2	30	40	36,4	10	12,5	12,5
Renovación escalonada del consejo	25	18,2	20	22,2	10	10	18,2	20	25	12,5

Distribución de las disposiciones estatutarias utilizadas por las empresas cotizadas españolas. 1996-2005. Comunes (% sobre empresas blindadas)

TABLA A8

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	Pequeñas									
Mayorías Cualificadas	75	66,6	83,3	57,1	57,1	57,1	50	20	0	0
Límite al porcentaje de voto	50	50	66,6	57,1	57,1	57,1	50	40	25	25
Antigüedad como accionista	50	50	66,6	42,8	28,6	28,6	33,3	0	0	0
Antigüedad como consejero	50	50	66,6	42,8	42,8	42,8	33,3	20	25	25
Renovación escalonada del consejo	50	50	33,3	42,8	42,8	42,8	50	40	50	50
	Medianas									
Mayorías Cualificadas	50	50	33,3	50	83,3	71,4	77,7	42,8	62,5	57,1
Límite al porcentaje de voto	33,3	25	16,6	16,6	33,3	42,8	44,4	28,6	50	42,8
Antigüedad como accionista	16,6	0	16,6	16,6	33,3	28,6	33,3	42,8	37,5	28,6
Antigüedad como consejero	16,6	0	0	0	33,3	28,6	33,3	42,8	37,5	28,6
Renovación escalonada del consejo	50	75	66,6	50	33,3	42,8	22,2	28,6	12,5	14,2
	Grandes									
Mayorías Cualificadas	75	75	75	72,7	61,5	69,2	66,6	54,5	36,4	30
Límite al porcentaje de voto	33,3	33,3	41,6	45,5	53,8	53,8	58,3	63,6	54,5	60
Antigüedad como accionista	25	33,3	33,3	36,4	23,1	23,1	16,6	9,1	9,1	10
Antigüedad como consejero	16,6	25	33,3	36,4	23,1	23,1	25	9,1	9,1	10
Renovación escalonada del consejo	25	16,6	16,6	18,2	23,1	15,4	25	18,2	36,4	30

	Todas									
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Petróleo y Energía	42,8	42,8	42,8	50	62,5	62,5	55,5	44,4	44,4	44,4
Materiales básicos, Industria y Construcción	52,9	52,6	45,4	45,8	44	44	44,4	35,7	35,7	30
Bienes de consumo	36,3	44,4	40	44	42,3	50	48,2	48,2	48,2	41,9
Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones	36,3	36,3	50	43,7	42,1	40	40	33,3	30,4	29,1
Inmobiliarias	33,3	33,3	50	42,8	42,8	50	50	37,5	33,3	33,3
	Comunes									
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Petróleo y Energía	42,8	42,8	42,8	42,8	57,1	57,1	57,1	42,8	42,8	42,8
Materiales básicos, Industria y Construcción	52,9	52,9	52,9	52,9	52,9	52,9	52,9	41,1	41,1	35,29
Bienes de consumo	36,3	36,3	36,3	36,3	36,3	45,4	45,4	54,5	54,5	45,45
Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones	36,3	36,3	45,4	45,4	54,5	54,5	54,5	45,4	45,4	45,45
Inmobiliarias	33,3	33,3	50	50	50	50	50	33,3	33,3	33,33

Estadísticos descriptivos del índice de blindaje por sectores*.
1996-2005. Todas

TABLA A10

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Petróleo y Energía										
Media	2	2	2	1,8	2,2	2,2	2,2	1,5	1,5	1,3
Desviación T.	1,7	1,7	1,7	1,5	1,3	1,3	1,3	1	1	0,5
Mediana	1	1	1	1	2	2	2	1	1	1
Materiales básicos, Industria y Construcción										
Media	1,6	1,8	1,8	1,4	1,3	1,3	1,3	1,1	1,1	1,1
Desviación T.	0,7	1	1	0,7	0,5	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3
Mediana	1	1,5	1,5	1	1	1	1	1	1	1
Bienes de consumo										
Media	2,8	2,3	2,3	2,2	2,2	2	2	1,9	1,8	1,6
Desviación T.	1,5	1,5	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1
Mediana	3	1,5	2	2	2	1,5	1,5	1,5	1	1
Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones										
Media	1,8	1,8	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	1,7	1,9	1,9
Desviación T.	1	1	1	1	0,9	0,9	0,9	1	0,9	0,9
Mediana	1,5	1,5	1,5	1	1,5	1,5	1,5	1	2	2
Inmobiliarias										
Media	2	2	2,7	2,7	2,7	2,3	2,3	1	1	1
Desviación T.	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	0	0	0
Mediana	2	2	3	3	3	2	2	1	1	1

* Calculados sobre empresas blindadas

Estadísticos descriptivos del índice de blindaje por sectores*.
1996-2005. Comunes

TABLA A11

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Petróleo y Energía										
Media	2	2	2	1,8	2,5	2,5	2,5	1,7	1,7	1,3
Desviación T.	1,7	1,7	1,7	1,7	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	0,6
Mediana	1	1	1	1	2,5	2,5	2,5	1	1	1
Materiales básicos, Industria y Construcción										
Media	1,6	1,8	1,8	1,4	1,3	1,3	1,3	1,1	1,1	1,2
Desviación T.	0,7	1,1	1,1	0,7	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
Mediana	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Bienes de consumo										
Media	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,6	2,6	1,8	1,7	1,2
Desviación T.	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,3	1,3	1,2	1,2	0,4
Mediana	3	3	3	3	3	2	2	1,5	1	1
Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones										
Media	1,8	1,8	2	2	2	2	2	2	2,2	2,2
Desviación T.	1	1	1	1	0,9	0,9	0,9	1	0,8	0,8
Mediana	1,5	1,5	2	2	2	2	2	2	2	2
Inmobiliarias										
Media	2	2	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	1	1	1
Desviación T.	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	0	0	0
Mediana	2	2	3	3	3	3	3	1	1	1

* Calculados sobre empresas blindadas

Distribución de las disposiciones estatutarias utilizadas por las empresas cotizadas españolas.
1996-2005. Análisis por sectores. Todas (% sobre empresas blindadas)

TABLA A12

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Petróleo y Energía										
Mayoría cualificada	33,3	33,3	33,3	25	40	40	40	25	25	25
Límite porcentaje de voto	66,6	66,6	66,6	75	100	100	100	100	100	100
Antigüedad accionista	33,3	33,3	33,3	25	20	20	20	0	0	0
Antigüedad consejero	33,3	33,3	33,3	25	40	40	40	0	0	0
Renovación escalonada	33,3	33,3	33,3	25	20	20	20	25	25	0
Materiales básicos, Industria y Construcción										
Mayoría cualificada	77,7	80	80	63,6	63,6	63,6	58,3	40	40	33,3
Límite porcentaje de voto	22,2	20	20	18,1	18,1	18,1	16,6	20	20	22,2
Antigüedad accionista	11,1	30	30	9	0	0	8,3	10	10	11,1
Antigüedad consejero	11,1	20	20	18,1	18,1	18,1	16,6	10	10	11,1
Renovación escalonada	33,3	30	30	27,2	27,2	27,2	25	30	30	33,3
Bienes de consumo										
Mayoría cualificada	75	50	50	45,4	45,4	42,8	42,8	42,8	35,7	30,7
Límite porcentaje de voto	75	50	60	63,6	63,6	64,2	64,2	57,1	57,1	53,8
Antigüedad accionista	50	50	50	45,4	45,4	35,7	35,7	28,5	28,5	23
Antigüedad consejero	25	50	50	45,4	45,4	42,8	42,8	35,7	35,7	30,7
Renovación escalonada	50	25	20	18,1	18,1	14,2	14,2	21,4	21,4	23
Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones										
Mayoría cualificada	75	75	50	48,8	50	50	50	42,8	42,8	42,8
Límite porcentaje de voto	0	0	33,3	28,5	37,5	37,5	37,5	42,8	42,8	42,8
Antigüedad accionista	50	50	50	42,8	37,5	37,5	37,5	42,8	42,8	42,8
Antigüedad consejero	25	25	33,3	42,8	37,5	37,5	37,5	42,8	42,8	42,8
Renovación escalonada	25	25	16,6	14,2	12,5	12,5	12,5	0	14,2	14,2
Inmobiliarias										
Mayoría cualificada	50	50	66,6	66,6	66,6	50	50	0	0	0
Límite porcentaje de voto	50	50	66,6	66,6	66,6	50	50	0	0	0
Antigüedad accionista	0	0	33,3	33,3	33,3	25	25	0	0	0
Antigüedad consejero	50	50	66,6	66,6	66,6	75	75	66,6	66,6	66,6
Renovación escalonada	50	50	33,3	33,3	33,3	25	25	33,3	33,3	33,3

Distribución de las disposiciones estatutarias utilizadas por las empresas cotizadas españolas.
1996-2005. Análisis por sectores. Comunes (% sobre empresas blindadas)

TABLA A13

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Petróleo y Energía										
Mayoría cualificada	33,3	33,3	33,3	33,3	50	50	50	33,3	33,3	33,3
Límite porcentaje de voto	66,6	66,6	66,6	66,6	100	100	100	100	100	100
Antigüedad accionista	33,3	33,3	33,3	33,3	25	25	25	0	0	0
Antigüedad consejero	33,3	33,3	33,3	33,3	50	50	50	0	0	0
Renovación escalonada	33,3	33,3	33,3	33,3	25	25	25	33,3	33,3	0
Materiales básicos, Industria y Construcción										
Mayoría cualificada	77,7	77,7	77,7	66,6	66,6	66,6	66,6	42,8	42,8	33,3
Límite porcentaje de voto	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2	28,5	28,5	33,3
Antigüedad accionista	11,1	22,2	22,2	11,1	0	0	0	0	0	0
Antigüedad consejero	11,1	22,2	22,2	11,1	11,1	11,1	11,1	14,2	14,2	16,6
Renovación escalonada	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3	28,5	28,5	33,3
Bienes de consumo										
Mayoría cualificada	75	75	75	75	75	80	80	50	33,3	20
Límite porcentaje de voto	75	75	75	75	75	80	80	66,6	66,6	60
Antigüedad accionista	50	50	50	50	50	40	40	16,6	16,6	0
Antigüedad consejero	25	25	25	25	25	20	20	16,6	16,6	0
Renovación escalonada	50	50	50	50	50	40	40	33,3	33,3	40
Servicios de consumo, Tecnología y Telecomunicaciones										
Mayoría cualificada	75	75	60	60	66,6	66,6	66,6	60	60	60
Límite porcentaje de voto	0	0	20	20	33,3	33,3	33,3	40	40	40
Antigüedad accionista	50	50	60	60	50	50	50	60	60	60
Antigüedad consejero	25	25	40	40	33,3	33,3	33,3	40	40	40
Renovación escalonada	25	25	20	20	16,6	16,6	16,6	0	20	20
Inmobiliarias										
Mayoría cualificada	50	50	66,6	66,6	66,6	66,6	66,6	0	0	0
Límite porcentaje de voto	50	50	66,6	66,6	66,6	66,6	66,6	0	0	0
Antigüedad accionista	0	0	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3	0	0	0
Antigüedad consejero	50	50	66,6	66,6	66,6	66,6	66,6	50	50	50
Renovación escalonada	50	50	33,3	33,3	33,3	33,3	33,3	50	50	50

**Distribución de las empresas blindadas por nivel de concentración.
1996-2005**

TABLA A14

Todas (%)										
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Concentración baja	33.3	30	36	32.2	40	50	42.8	43.2	42.5	39
Concentración media	38.1	40	37.9	46.1	40	33.3	33.3	34.2	34.3	27.7
Concentración alta	56.2	68.7	66.6	60.8	56	62.5	69.2	43.4	38.4	38.4
Comunes (%)										
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Concentración baja	33.3	26.3	36.3	34.6	44	52	47.8	48.1	48.2	46.1
Concentración media	38.1	42.1	38.8	46.1	40	31.2	33.3	26.6	25	18.7
Concentración alta	56.2	64.2	75	69.2	75	81.8	90.9	60	54.5	60

**Estadísticos descriptivos del índice de blindaje de las empresas
cotizadas españolas por nivel de concentración*. 1996-2005**

TABLA A15

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Todas										
Concentración baja										
Media	2	2.2	2.3	2.1	2.3	2	2	1.6	1.5	1.4
Desviación T.	1.2	1.5	1.2	1.1	1	1	0.9	0.8	0.8	0.7
Mediana	2	1.5	2	2	2	2	2	1	1	1
Concentración media										
Media	2.2	2.3	2.3	2	1.9	2	2.2	1.9	2	1.8
Desviación T.	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1
Mediana	2.5	2.5	2	1.5	1.5	2	2	1.5	2	1.5
Concentración alta										
Media	1.6	1.5	1.7	1.5	1.5	1.5	1.4	1	1.1	1.1
Desviación T.	1	0.9	1.2	1.1	1.1	1.1	1	0	0.3	0.3
Mediana	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Comunes										
Concentración baja										
Media	2	2.4	2.5	2.2	2.4	2.2	2.1	1.7	1.6	1.6
Desviación T.	1.2	1.5	1.2	1.1	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8
Mediana	2	2	2.5	2	2	2	2	1	1	1
Concentración media										
Media	2.3	2.3	2.1	2	1.8	2	2.5	2	2.3	1.3
Desviación T.	1.2	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	1.4	1.5	0.6
Mediana	2.5	2.5	2	1.5	1.5	2	2	1.5	2	1
Concentración alta										
Media	1.6	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8	1.7	1	1.2	1.2
Desviación T.	1	1	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	0	0.4	0.4
Mediana	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1

* Calculados sobre empresas blindadas

Distribución de las disposiciones estatutarias defensivas utilizadas por las empresas cotizadas españolas. 1996-2005. Todas (% sobre empresas blindadas)

TABLA A16

	Concentración baja									
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Mayorías Cualificadas	60	50	55.5	50	58.3	50	50	43.7	35.2	31.2
Límite al porcentaje de voto	80	66.6	77.7	70	83.3	81.2	75	56.2	52.9	56.2
Antigüedad como accionista	20	50	44.4	40	33.3	25	25	18.7	17.6	18.7
Antigüedad como consejero	20	33.3	44.4	40	41.6	31.2	33.3	18.7	17.6	18.7
Renovación escalonada del consejo	20	16.6	11.1	10	8.3	12.5	16.6	18.7	23.5	18.7
	Concentración media									
Mayorías Cualificadas	87.5	80	72.7	58.3	58.3	63.6	61.5	33.3	36.3	30
Límite al porcentaje de voto	25	30	36.3	50	50	45.4	69.2	66.6	72.7	70
Antigüedad como accionista	37.5	40	45.4	33.3	25	27.2	30.7	25	27.2	20
Antigüedad como consejero	37.5	50	45.4	33.3	33.3	45.4	38.4	50	54.5	50
Renovación escalonada del consejo	37.5	30	27.2	25	25	18.1	15.3	16.6	9.1	10
	Concentración alta									
Mayorías Cualificadas	55.5	54.5	50	42.8	42.8	40	38.8	30	30	30
Límite al porcentaje de voto	22.2	18.1	25	21.4	21.4	20	16.6	0	0	0
Antigüedad como accionista	22.2	27.2	33.3	21.4	21.4	20	22.2	20	20	20
Antigüedad como consejero	11.1	18.1	25	35.7	35.7	40	38.8	20	20	20
Renovación escalonada del consejo	44.4	36.3	33.3	28.5	28.5	26.6	22.2	30	40	40

Distribución de las disposiciones estatutarias defensivas utilizadas por las empresas cotizadas españolas. 1996-2005. Comunes (% sobre empresas blindadas)

TABLA A17

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	Concentración baja									
Mayorías Cualificadas	60	60	62.5	55.5	63.6	61.5	54.5	46.1	35.7	33.3
Límite al porcentaje de voto	80	80	87.5	77.7	90.9	84.6	81.8	69.2	64.2	66.6
Antigüedad como accionista	20	40	37.5	33.3	27.2	23.1	18.1	15.3	14.2	16.6
Antigüedad como consejero	20	40	50	44.4	45.4	38.4	36.3	23.1	21.4	25
Renovación escalonada del consejo	20	20	12.5	11.1	9.1	15.3	18.1	15.3	21.4	16.6
	Concentración media									
Mayorías Cualificadas	87.5	87.5	85.7	83.3	83.3	100	100	50	66.6	33.3
Límite al porcentaje de voto	25	25	14.2	16.6	16.6	20	50	50	66.6	66.6
Antigüedad como accionista	37.5	37.5	42.8	33.3	16.6	20	33.3	25	33.3	0
Antigüedad como consejero	37.5	37.5	28.5	16.6	16.6	20	33.3	50	66.6	33.3
Renovación escalonada del consejo	37.5	37.5	42.8	50	50	40	33.3	25	0	0
	Concentración alta									
Mayorías Cualificadas	55.5	55.5	55.5	55.5	55.5	55.5	60	33.3	33.3	33.3
Límite al porcentaje de voto	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2	20	0	0	0
Antigüedad como accionista	22.2	22.2	33.3	33.3	33.3	33.3	30	16.6	16.6	16.6
Antigüedad como consejero	11.1	11.1	22.2	22.2	22.2	22.2	20	0	0	0
Renovación escalonada del consejo	44.4	44.4	44.4	44.4	44.4	44.4	40	50	66.6	66.6

